

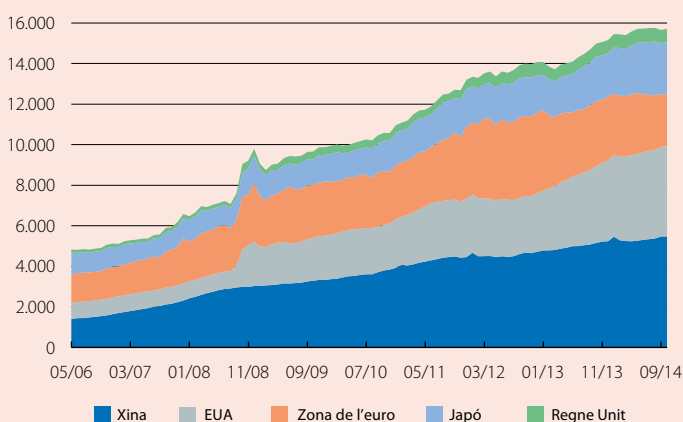
2015: la política monetària continua marcant el compàs dels mercats financers

La política monetària ha jugat un paper molt important en l'evolució dels mercats financers al llarg de les últimes dècades. Després de l'esclat de la crisi del 2007, aquesta influència es va fer encara més palpable: l'estratègia monetària extraordinàriament acomodaticia duta a terme al mateix temps pels principals bancs centrals va permetre restablir la liquiditat a nivell global, la qual cosa, al capdavant, ha estat una palanca poderosa per a la recuperació dels mercats. No és estrany, per tant, que, de cara al 2015, una gran part de l'atenció se centri en l'actuació de les autoritats monetàries. I s'esperen novetats.

En efecte, com s'explica a l'article «Recuperació global en marxa, amb el permís dels EUA i de la zona de l'euro», d'aquest mateix Dossier, per primera vegada en els últims anys, les polítiques monetàries dels principals bancs centrals presentaran, el 2015, divergències importants. Així, atesos els signes de millora de l'activitat econòmica als respectius països, s'espera que tant la Reserva Federal dels EUA com el Banc d'Anglaterra iniciïn les primeres pujades dels tipus d'interès rector al llarg del 2015, després d'haver finalitzat, el 2014, les compres d'actius. Aquest viratge d'estratègia contrasta amb l'augment d'estímuls monetaris que, davant les febles perspectives de les seves economies, han anunciat tant el Banc Central Europeu com el Banc del Japó. Per la seva banda, el banc central de la Xina donarà continuïtat a la política d'«ajust fi», ara com ara esbiaixada cap a la laxitud, però lluny de la contundència dels seus homòlegs occidentals. Aquest nou escenari monetari planteja interrogants sobre les condicions de liquiditat que imperaran als mercats financers globals: seran més restrictives?, més laxes?, mutaran en funció del país i de la classe d'actiu financer? Les respostes dependran, principalment, de dos factors: el volum de les injeccions de fons que els diferents bancs centrals proporcionin al sistema (que cal interpretar com la «liquiditat oficial») i el grau d'aversion al risc dels inversors (que és crucial per a la fluïdesa de les transaccions privades).

Balanç agregat dels principals bancs centrals

(Milers de milions de dòlars)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

Pel que fa al primer factor, les ambicioses xifres dels nous programes d'expansió quantitativa que han anunciat el BCE i el Banc del Japó permeten projectar un augment notable el 2015 de la dimensió del balanç agregat dels cinc grans bancs centrals esmentats més amunt. És a dir, es reprendrà la tendència a l'alça d'aquesta variable, que s'havia aturat el 2014 després dels intensos augments experimentats entre el 2007 i el 2013. En principi, això representa que la laxitud en el sistema monetari global tindrà continuïtat, tot i que la Fed iniciï les pujades de tipus. Però, més enllà del volum d'aquesta expansió agregada, el canvi en la composició dels actius mitjançant els quals es durà a terme fa pensar que les conseqüències seran diferents en funció dels mercats financers. Un clar exemple és l'evolució del mercat de cèdules hipotecàries europeu: l'anunci del BCE d'incloure-les entre els actius elegibles per augmentar el balanç ja ha incrementat la seva cotització (i ha reduït la taxa de rendibilitat) i ha dinamitzat el ritme d'emissions de títols. En sentit més ampli, cal esperar que la divergència entre les polítiques monetàries es reflecteixi en tot l'espectre d'actius de renda fixa. Així, als EUA, les expectatives de pujades del tipus oficial en un horitzó relativament proper, juntament amb la finalitat de comprar deute sobirà nord-americà per part de la Fed, pressionaran a l'alça les taxes de rendibilitat (*yields*) dels títols de deute públic. Per exemple, segons les previsions de "la Caixa" Research, s'espera que les *yields* dels bons a dos anys nord-americans augmentin al voltant de 130 punts bàsics l'any vinent. Aquesta xifra supera clarament els 25 punts d'increment previstos per al bo públic alemany amb el mateix venciment, en un context de manteniment dels tipus oficials del BCE en nivells mínims històrics i amb unes expectatives d'inflació europea encara molt contingudes. Tenint en compte que el deute sobirà d'aquests dos països actua com a *benchmark* lliure de risc per a la resta d'actius de renda fixa denominats en les respectives monedes, cal esperar que aquest diferencial es traslladi als bons corporatius, als bons de titulització, etc. (sense perjudici de les corresponents primes de risc que s'esmenten més endavant). Els efectes no s'aturen aquí. Aquesta variació del diferencial de rendibilitats entre els actius a les dues bandes de l'Atlàntic influeix de forma molt directa sobre la cotització relativa de les seves divises. L'explicació és senzilla. El retorn més elevat dels actius nord-americans atraurà nous fluxos de capitals cap als títols denominats en dòlars i pressionarà a l'alça el valor de la moneda enfront de l'euro. En línia amb aquest argument, el dòlar ja ha registrat un clar

enfortiment en els últims mesos i ha passat a cotitzar d'1,37 dòlars per euro a gairebé 1,25. Les perspectives a mitjà termini perllonguen aquesta tendència d'apreciació del dòlar, tot i que serà molt més continguda i s'aproparà als 1,20 dòlars per euro a mitjà termini.

Ara com ara, el mapa de riscos macroeconòmics indica que és més probable que les pautes descrites per als tipus d'interès i per als tipus de canvi, en lloc d'atenuar-se, s'intensifiquin. D'una banda, als EUA, persisteix l'amenaça d'un augment de les pressions inflacionistes, la qual cosa podria obligar a un replegament més accelerat dels estímuls monetaris de la Fed. De l'altra, la zona de l'euro corre el risc de continuar perdent pols i de patir pressions deflacionistes, de manera que el BCE podria redoblar els esforços acomodaticis durant un període més llarg del que s'espera. En els dos casos, el diferencial de rendibilitat entre els actius denominats en les diferents monedes s'ampliaria, la qual cosa augmentaria les pressions sobre la cotització a l'alça del dòlar i posaria a prova la disposició de la Fed de permetre un deteriorament més intens de la competitivitat exterior de l'economia nord-americana.

Les perspectives per als actius de risc depenen, bàsicament, de la interacció entre les condicions de liquiditat, l'aversion al risc i les variables fonamentals pròpies de cada tipus d'actiu (els beneficis en el cas de les accions, la solidesa dels balanços empresarials en el dels bons corporatius, la situació de les finances públiques en el dels bons sobirans emergents, etc.). Aquesta interacció, sempre complexa, ho és per al 2015 en particular. En un món financer cada vegada més interconnectat i amb menys restriccions a la mobilitat de capitals, les decisions de política monetària dels principals bancs centrals tenen conseqüències, que poden ser molt intenses, més enllà de les seves fronteres. La disposició dels inversors a afrontar riscos exerceix un paper molt important en aquest procés de transmissió. De cara al 2015, diversos interrogants que planen sobre l'escenari futur podrien deteriorar la confiança dels inversors i provocar la recerca de refugi en els actius considerats més segurs, la qual cosa, al seu torn, desembocaria en episodis de tensions als mercats financers amb més risc associat. Un clar exemple d'això van ser els vaivens financers de la primavera del 2013. En aquell moment, el temor a un cessament dels estímuls quantitius de la Fed abans del que s'havia previst va provocar importants fugides de capitals dels països emergents, la qual cosa va generar intenses correccions en les cotitzacions dels actius i en la depreciació de les seves divises. Malgrat que no es descarten nous episodis de repunt de la volatilitat de cara al 2015 (els desencadenants dels quals podrien procedir de l'estratègia de normalització monetària, del cicle econòmic o dels conflictes geopolítics), esperem que les repercussions sobre els mercats emergents siguin molt menors que les registrades durant aquell episodi. Els motius d'aquesta major estabilitat són, fonamentalment, dos. El primer és que les turbulències del 2013 van prevenir els inversors, els quals, en ponderar ara millor el risc adoptat, haurien de reaccionar amb menys virulència als episodis de sortides de capital. El segon rau en els esforços de correcció dels desequilibris, tant interns com a externs, d'un ampli nombre de països en desenvolupament (amb casos excel·lents, com l'Índia), la qual cosa ha limitat els focus de risc a uns pocs (com Rússia, el Brasil o Turquia).

Com s'ha observat en l'episodi recent de tensions financeres de l'octubre, els mercats borsaris també es veuen intensament afectats pels vaivens de l'aversion al risc dels inversors. En aquest cas, a mesura que es desvetllin els interrogants que envolten l'estratègia monetària del 2015, no es descarten nous episodis de volatilitat als parquets. De tota manera, el context de recuperació econòmica hauria de donar suport, en línies generals, als nous avanços en les cotitzacions de la renda variable. En un horitzó a mitjà termini, les perspectives de revaloració semblen més favorables als parquets europeus, on, en els pròxims trimestres, no es descarten sorpreses positives en la generació de beneficis.

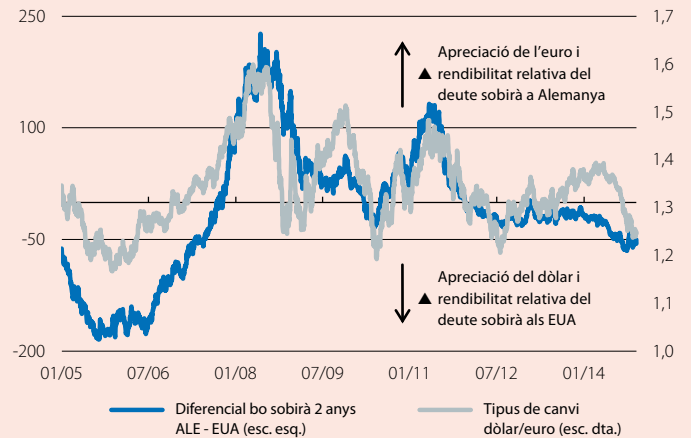
En conclusió, les importants decisions monetàries que s'adoptaran el 2015 determinaran, en bona part, l'evolució dels mercats financers globals. En aquest context, cal que els bancs centrals adoptin una estratègia de normalització ordenada, acompanyada d'una comunicació precisa que esvaeixi els possibles dubtes que sorgeixin pel camí. Només d'aquesta manera es podrà garantir l'estabilitat financera global.

Joan Daniel Pina

Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

Rendibilitat del deute sobirà als EUA i a la zona de l'euro i tipus de canvi euro-dòlar

Diferencial rendibilitat (p. b.) (Dòlars per euro)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.