

FOCUS · L'enigma de Greenspan deu anys després

El 2005, el llavors president de la Reserva Federal (Fed), Alan Greenspan, va titllar d'enigmàtic el comportament dels tipus d'interès a llarg termini durant el període d'enduriment de la política monetària en curs. Les xifres van ser eloqüents: entre el juny del 2004 i el juliol del 2006, la Fed va incrementar el tipus rector en 4 p. p. per fer més restrictives les condicions financeres i neutralitzar el risc de sobreescalfament de l'economia. Però el tipus del deute sobirà a 10 anys amb prou feines va augmentar 0,3 punts, de manera que un dels principals canals de transmissió de la maniobra de frenada va quedar neutralitzat. La possible reaparició d'aquest fenomen, batejat com «enigma de Greenspan» (*Greenspan's conundrum*), ha guanyat protagonisme davant l'imminent inici de la normalització dels tipus d'interès oficials als EUA.

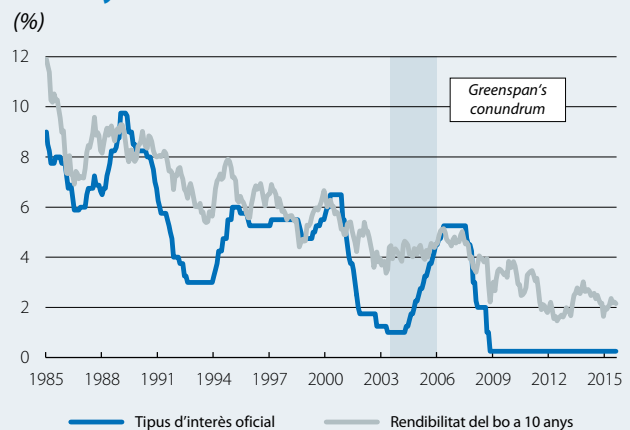
Conceptualment, el tipus d'interès a llarg termini, diguem a 10 anys (TLT), té tres components. Primer, el tipus real a curt termini esperat pels agents com a mitjana per als pròxims 10 anys (TRCTE). Segon, les expectatives d'inflació a llarg termini, a 10 anys, d'aquests agents (EILT). I tercer, la prima de risc temporal exigida per invertir en bons de venciment llunyà en comptes de fer-ho en bons a curt termini amb renovacions successives (PRT). Quan el banc central modifica el tipus oficial a curt termini (o comunica la seva estratègia i els seus plans de política monetària), cadascun d'aquests tres components és susceptible de moure's a l'alça o a la baixa, sota la influència també, evidentment, d'altres forces o xocs. En els processos d'enduriment monetari de la Fed el 1988, el 1994 i el 1999, el TLT va evolucionar a l'alça amb nitidesa, empès tant pel TRCTE (perquè els agents van assumir el missatge que la Fed pretenia i podia mantenir un nivell més alt per al tipus a curt termini) com per la PRT (davant una major incertesa sobre el nivell i la volatilitat dels tipus a curt termini en el futur). El component EILT s'hauria orientat a la baixa (atesa una Fed compromesa amb la lluita contra la inflació), però amb menys influència, a causa del mateix ancoratge d'expectatives derivat de l'establiment d'objectius creïbles d'inflació.

La fase d'enduriment monetari del 2004 va truncar la pauta de les anteriors. Malgrat les ràpides pujades del tipus oficial, el TLT gairebé no es va moure. Diversos estudis han mostrat que el component discordant amb els cicles previs va ser la PRT, que, en aquesta ocasió, va baixar sensiblement (de l'ordre d'1 p. p.) i va contrarestar la pujada que, ajustant-se al guió, va experimentar el TRCTE (mentre que les EILT es mantenien estables). L'enigma de Greenspan va ser, per tant, l'enigma de la prima temporal, una variable d'importància creixent quan s'intensifiquen les imperfeccions del mercat (els límits a l'arbitratge entre terminis). Les forces fonamentals que expliquen aquella caiguda de la prima temporal són, ara, ben conegudes: excés d'estalvi

global, acumulació de reserves per part dels bancs centrals de nombrosos països, recerca d'actius segurs i, fruit de tot això, forta demanda de bons a llarg termini del Tresor dels EUA (*treasuries*), que no es va traslladar als terminis més curts.

Deu anys després, una bona part d'aquests factors de tipus estructural encara són vigents, la qual cosa convida a pensar que tendiran a contrarestar la pressió a l'alça sobre el TLT que exerciran les forces del cycle econòmic i monetari. La reducció gradual de la taxa de creixement potencial de l'economia nord-americana, la persistència de l'abundància global d'estalvi, la demografia i l'envelliment de la població als països avançats, i l'escassetat d'actius considerats segurs continuaran limitant l'abast de les eventuais alces del TLT, a través de pressions a la baixa sobre el TRCTE i la PRT. Sembla que el pronòstic dels agents del mercat de *treasuries* va en aquesta línia, atès l'escenari implícit en la corba de tipus actual, segons el qual el TLT mostrarà alces d'escassa envergadura en els pròxims anys, malgrat les actuacions de la Fed, i la corba del deute s'aplanarà de forma considerable. No obstant això, aquesta visió del mercat sobre l'evolució del TLT omet dos elements crucials. Primer, l'EILT que avui tenen els inversors en bons és mínima, i aquesta percepció pot revertir de forma abrupta davant eventuais sorpreses a l'alça en els indicadors dels preus i dels salaris, la qual cosa desencadenaria repunts sobtats del TLT. Segon, la disponibilitat de la Fed per vendre els 4 bilions de dòlars de bons que té en cartera, circumstància que podria incrementar notablement la PRT. En aquest sentit, destacats membres de la Fed han advertit en diverses ocasions que l'entitat adoptarà una estratègia de normalització més agressiva si el TLT no evoluciona a l'alça. És a dir, sembla poc probable que assistim, en el futur, a un «enigma de Yellen».

EUA: tipus oficial de la Fed i rendibilitat del bo a 10 anys



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.