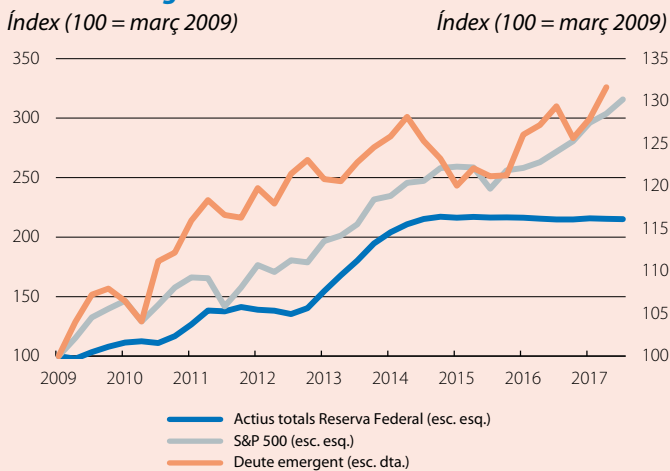


Riscos macrofinancers globals

Les perspectives de creixement mundial per al 2018 són positives: s'espera que tant els països emergents com els avançats creixin més que en anys anteriors, i és probable que aquesta etapa favorable tingui continuïtat en els propers anys. No obstant això, aquesta senda no està exempta de riscos, en particular de naturalesa macrofinancera. En aquest article, es revisaran els grans riscos d'aquest tipus que surten al radar i se n'analitzaran les causes i les possibles conseqüències. Només llavors s'estarà en condicions de valorar fins a quin punt les bones expectatives del 2018, i dels anys posteriors, podrien perillar pel flanc macrofinancer.

Centrant-nos en els detalls, en els últims anys, s'han desenvolupat dos desequilibris macrofinancers que, pel seu potencial d'abast i de contagi, són un risc per a les perspectives econòmiques mundials. El primer és el fort augment del deute global, que, segons el BIS, ha crescut el 40% des del 2008. Aquest increment és conseqüència, en gran part, del fort augment de l'endeutament de les economies emergents, que ha crescut més de 50 p. p. des de la crisi financera i ha passat del 276% del PIB del 2007 a gairebé el 325% el 2017. I si, en el cas dels emergents, la sostenibilitat del deute desperta dubtes, els avançats estan en el punt de mira per

Programa de compra d'actius, borsa i deute emergent



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'IIIF.

la forta revaloració que han registrat alguns actius financers, en especial la renda variable nord-americana. Així, des del primer trimestre del 2009, moment en què es va començar a recuperar després de la crisi financera, l'índex S&P 500 ha registrat una progressió superior al 200%, la qual cosa equival a un augment anual mitjà superior al 14%. Així mateix, els anomenats indicadors de valoració fonamental, com el CAPE, han assolit nivells no vistos des de la bombolla *puntcom* dels anys 2000 i apunten a una possible sobrevaloració de la borsa nord-americana.¹ Una combinació que ha alimentat els temors dels analistes i dels inversors.

Malgrat que diversos factors han contribuït al desenvolupament d'aquests dos riscos macrofinancers, la política monetària ultralaxa engegada en el període posterior a la crisi financera del 2007 és un dels principals candidats per explicar la formació d'aquests desequilibris. De fet, un dels objectius que persegueix un banc central quan adopta mesures per reduir els tipus d'interès és, precisament, fomentar la recerca de rendiments en actius de risc. El motiu és clar: en un entorn de recessió o de feblesa econòmica, l'activació d'aquest mecanisme ajuda a estimular l'economia.

En aquest sentit, l'efectivitat de les mesures de política monetària no convencionals adoptades pels principals bancs centrals és indiscutible. Serveixi d'exemple l'estreta relació que s'observa entre l'evolució de la renda variable dels EUA, el deute dels emergents i l'augment dels actius al balanç de la Reserva Federal nord-americana.

Si acceptem que la política monetària ha tingut un paper rellevant en la gestació d'aquests desequilibris, la pregunta que sorgeix de forma immediata és com els afectarà la normalització de l'entorn de tipus d'interès que s'espera que duguin a terme els principals bancs centrals en els propers anys.

Si acceptem que la política monetària ha tingut un paper rellevant en la gestació d'aquests desequilibris, la pregunta que sorgeix de forma immediata és com els afectarà la normalització de l'entorn de tipus d'interès que s'espera que duguin a terme els principals bancs centrals en els propers anys.

L'experiència recent suggereix que, si el procés d'augment de tipus d'interès és gradual, l'impacte hauria de ser contingut. És cert que, quan la Fed va anunciar la intenció d'iniciar el procés de normalització monetària el 2013, es va produir un episodi puntual d'augment de l'aversion al risc i una sortida de capitals de moltes economies emergents de certa envergadura. No obstant això, a partir d'aquest moment, i en particular després de l'inici efectiu del procés de normalització, que s'ha fet de forma gradual i tenint molta cura de la comunicació amb els inversors, els efectes sobre els fluxos emergents han estat limitats. Atès que s'espera que la normalització monetària nord-americana continui sent molt gradual, l'impacte sobre l'evolució dels actius de risc hauria de ser relativament contingut.

Del que s'ha esmentat fins ara, es conclou que un dels aspectes centrals de la discussió és veure si hi ha factors que poden forçar la Reserva Federal a ser més agressiva en la seva política monetària. Els sospitosos habituals són la inflació i, més específicament,

1. Per a més detalls, vegeu l'article «Valoració de la borsa nord-americana: hi ha motius de preocupació?», del Dossier de l'IM11/2017.

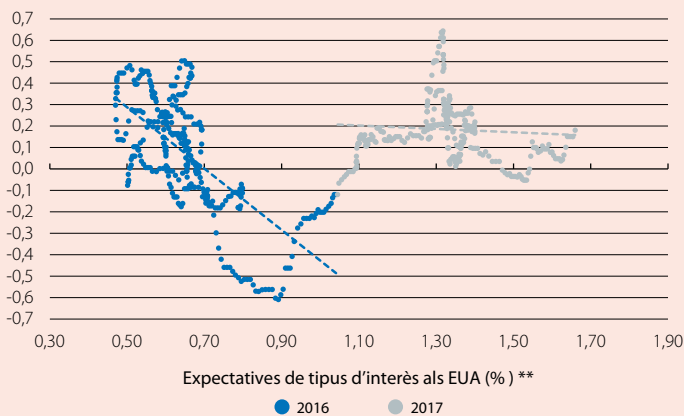
les sorpreses en forma d'inflació més elevada del previst. Respondre aquesta qüestió equival a comprendre per què s'ha produït, en els últims anys, la feblesa de la recuperació de la inflació en un context de recuperació del ritme d'activitat.

La interpretació més sòlida sobre el perquè d'una inflació més baixa es basa, principalment, en l'argument de l'aplanament de la corba de Phillips, que reflecteix la menor sensibilitat de la inflació a moviments de la bretxa de producció. Aquest aplanament és particularment intens des de la crisi financera (vegeu el segon gràfic).² Davant aquest canvi de patró de la inflació, la Fed ha adoptat una actitud prudent i espera que vagi augmentant de forma gradual. Els inversors, però, esperen que la inflació continuï sent molt feble, i això es reflecteix en el preu dels actius financers. Per exemple, les expectatives d'inflació implícites en alguns instruments que cotitzen als mercats financers van caure amb força al final del 2014 i, de llavors ençà, amb prou feines s'han recuperat.

No obstant això, hi ha raons per pensar que una part important de l'aplanament de la corba de Phillips és deguda a factors cíclics que podrien deixar d'actuar pròximament. Així, tal com es documenta a Daly *et al.*,³ la feblesa de l'augment dels salaris i, en conseqüència, de la inflació als EUA durant els últims anys podria ser el resultat d'un canvi de composició al mercat laboral. En efecte,

Fluxos de capitals cap als emergents i expectatives de tipus d'interès als EUA

Fluxos de capitals cap als emergents (milers de milions de dòlars) *



Notes: * Mitjana mòbil d'un mes de les entrades netes de cartera a les economies emergents per no residents. ** Mitjana mòbil d'un mes de les expectatives del fed fund rate a un any vista.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'IF.

d'expectatives d'inflació a l'alça i l'entorn financer més exigent també podrien ser negatius per al deute emergent. En aquest sentit, és il·lustratiu revisar la sensibilitat de les condicions financeres a les economies emergents a les dels EUA. El 2017, com s'aprecia al gràfic adjunt, els fluxos de capitals emergents han respost poc als canvis en les expectatives de tipus d'interès als EUA. En canvi, el 2016, la situació va ser diferent, ja que llavors una major expectativa de pujada de tipus d'interès va comportar una reducció dels fluxos de capitals de cartera cap als emergents.

A quin any s'assemblarà més el 2018? A l'estable 2017 o al més agitat 2016? La resposta, en gran part, dependrà que la Reserva Federal sigui capaç de filar prim en un any en què haurà d'equilibrar situacions més exigents que en el passat recent.

Mathieu Fort

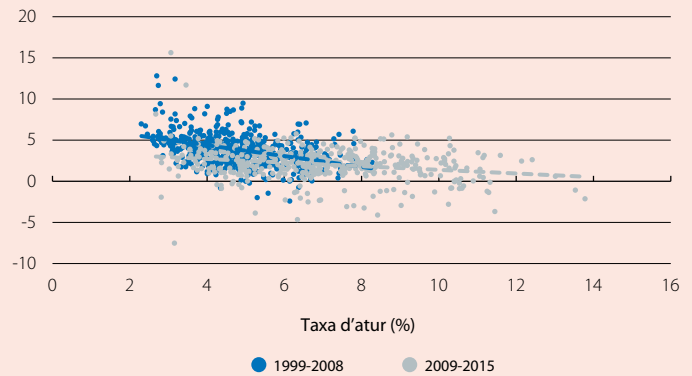
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

2. Vegeu Leduc, S. i Wilson, D. J. (2017), «Has the Wage Phillips Curve Gone Dormant», Economic Letter, Banc de la Reserva Federal de San Francisco.

3. Vegeu Daly, Mary C., Bart Hobijn i Peditke, J. (2017), «The Good News on Wage Growth», SF Fed Blog, Banc de la Reserva Federal de San Francisco.

EUA: creixement salarial i taxa d'atur als diferents estats *

Creixement salarial anual (%)



Nota: * Cada punt representa una dada anual de cada estat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'oficina del Cens dels Estats Units, de l'US Bureau of Labor Statistics (BLS) i de la Reserva Federal de San Francisco.

durant la recuperació econòmica, s'han incorporat al mercat laboral treballadors amb salaris inferiors als del treballador típic, de manera que l'efecte final sobre el creixement dels salaris és d'un cert alentiment en el ritme de creixement. No obstant això, s'espera que, a mesura que l'expansió es torni més dinàmica, aquest factor tindrà menys pes i els salaris experimentaran una acceleració del creixement. I, de fet, diferents indicadors del mercat laboral suggereixen que aquest creixement es troba molt a la vora de nivells propis d'un cicle econòmic madur. Això fa pensar que la probabilitat de sorpreses d'inflació a l'alça és, certament, més elevada que en anys anteriors.

I aquí el cercle es tanca, i hem de concloure reflexionant què podria succeir amb els desequilibris macrofinancers esmentats més amunt si aquestes sorpreses d'inflació es donen i són relativament altes. D'entrada, un augment de les expectatives d'inflació pressionaria els tipus d'interès a llarg termini a l'alça, la qual cosa podria comportar correccions a les elevades valoracions borsàries nord-americanes.¹ La tessitura