

## FOCUS · L'impacte de les condicions i de les vulnerabilitats financeres sobre el creixement

Quant frenarà l'enduriment de les condicions financeres el creixement mundial? Aquesta és una pregunta clau en vista de l'enduriment de la política monetària de la Reserva Federal dels EUA (Fed). A continuació, presentem un indicador que ens ajudarà a respondre aquesta pregunta i analitzem els principals factors financers que poden posar el creixement en risc.

### Creixement en risc

En Focus anteriors, hem analitzat l'impacte econòmic de l'enduriment de la política monetària a partir d'índexs de condicions financeres.<sup>1</sup> En aquest article, ens basarem en un nou indicador que s'ha convertit en una referència per al Fons Monetari Internacional (FMI): el creixement en risc (CeR).

El CeR es basa en el fet que les condicions financeres tenen poder predictiu sobre el creixement econòmic futur. De fet, Adrian, Boyarchenko i Giannone (2017)<sup>2</sup> demostren que unes condicions financeres restrictives s'associen a un creixement mitjà menor i més volàtil. Així, podem estimar la probabilitat de diferents escenaris de creixement a partir de l'estat actual de les condicions financeres. Per exemple, el primer gràfic mostra la probabilitat de diferents taxes de creixement del PIB mundial predites a un i a tres anys en funció de l'estat de les condicions financeres en el 1T 2018. En concret, les distribucions del gràfic reflecteixen que el més probable és que el creixement global se situï lleugerament per sota del 4% a un any vista i al voltant del 3,5% a tres anys vista.

Una altra forma de veure el gràfic és centrant-nos en les cues. Així, per exemple, el CeR pronostica que, en un escenari molt advers (el que té una probabilitat del 5%), el creixement global a un any vista seria igual o inferior al 3%. Aquest és un nivell lleugerament inferior al dels dos últims trimestres (quan era del 3,5%), la qual cosa indica que el deteriorament de les condicions financeres en els últims mesos ha provocat un augment dels riscos negatius sobre el creixement.

De tota manera, un creixement del 3% en un escenari advers és un nivell elevat i, a més a més, sorprenentment proper a l'escenari central (el que té una probabilitat del 50%), la qual cosa suggereix que, a un any vista, el CeR és raonablement moderat. No obstant això, a mitjà termini, els riscos són més grans: les condicions financeres actuals prediuen que, en un escenari advers a tres anys vista (és a

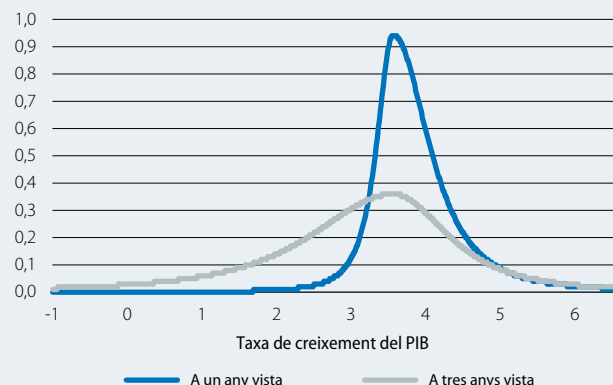
dir, amb una probabilitat del 5%), el creixement global se situaria en terreny negatiu (igual o inferior al -0,4%).

Finalment, és important subratllar una interessant relació empírica: unes condicions financeres acomodaticies en el present impulsen el creixement projectat a curt termini, però incrementen les perspectives d'un mal funcionament econòmic a mitjà termini. En efecte, com ho il·lustren les diferències entre les línies blava, grisa i taronja al segon gràfic, en els últims anys, la major laxitud de les condicions financeres (que ha augmentat des del final del 2016) s'associa, segons el CeR, a unes millors perspectives de creixement a curt termini, però amb escenaris més negatius a mitjà termini.

En definitiva, en els últims mesos, el CeR apunta a un augment dels riscos negatius a curt termini (malgrat que a un nivell relativament contingut) i, a més a més, mostra que

### Escenaris de creixement segons les condicions financeres del 1T 2018

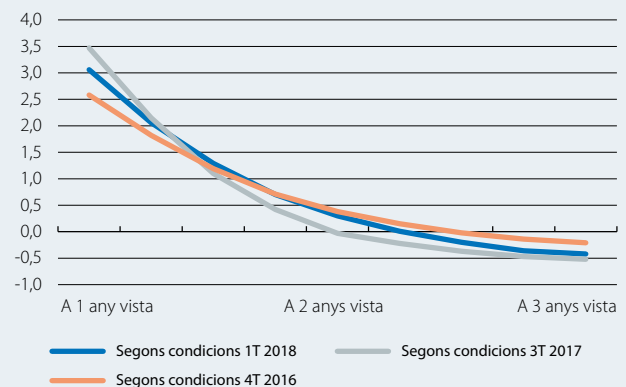
Probabilitat (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

### Creixement del PIB en escenaris adversos

Taxa de creixement màxima amb una probabilitat del 5% (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

1. Vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018.

2. Adrian, T., Boyarchenko, N. i Giannone, D. (2017), «Vulnerable Growth», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

els riscos a mitjà termini es mantenen elevats i poden tenir conseqüències significativament negatives sobre el creixement. Però quins són els factors de risc que han augmentat en els últims mesos? i quines són les vulnerabilitats financeres que expliquen els riscos a mitjà termini?

**Riscos i vulnerabilitats financeres**

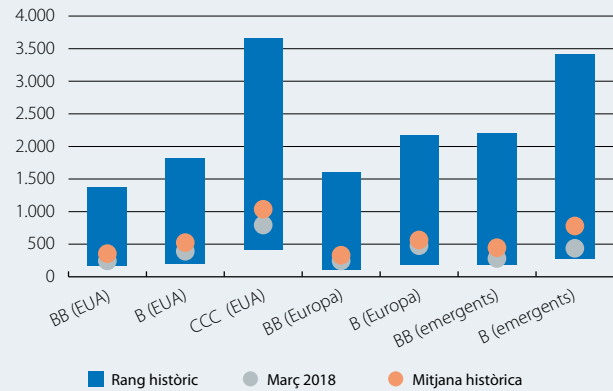
Els baixos tipus d'interès dels 10 últims anys, que responen a la necessitat de tenir unes condicions financeres acomodaticies que impulsin la recuperació, han facilitat l'aparició de vulnerabilitats financeres. En particular, l'últim informe d'estabilitat financera de l'FMI destaca quatre grans fonts de feblesa, les quals, davant un enduriment abrupte de les condicions financeres, podrien posar el creixement en risc:<sup>3</sup> i) elevades valoracions dels actius financers i primes de risc en nivells molt comprimits; ii) palanquejament elevat del sector no financer i febleses en els balanços d'algunes institucions financeres; iii) interconnexions importants i opaques del sistema financer de la Xina, i iv) incertesa sobre si els fonaments més sòlids de les economies emergents les fan realment menys sensibles als canvis en les condicions financeres.

La presència d'aquests factors no és nova,<sup>4</sup> però alguns d'ells han rebut més atenció arran de la volatilitat financera dels últims mesos. D'una banda, al mercat de renda variable, mètriques estàndards com la ràtio CAPE mostren que, fins i tot després de les correccions del primer trimestre de l'any, les valoracions es mantenen elevades (en especial a la borsa nord-americana) i que la seva sostenibilitat depèn, en part, del fet que no es produeixi un augment bruscat dels tipus d'interès.<sup>5</sup> En la mateixa línia, al mercat de renda fixa, les primes de risc es mantenen molt baixes, fins i tot en els segments de més risc (vegeu el tercer gràfic), i han estimulat l'emissió de bons corporatius de menys qualitat. D'altra banda, malgrat que, en general, les economies emergents han reduït els dèficits per compte corrent i han acumulat reserves internacionals, també s'han vist exposades, de manera creixent, a inversors més curtterministes i proclius a retirar ràpidament les inversions.<sup>6</sup>

Amb aquestes vulnerabilitats de fons, en els últims mesos, ha augmentat el risc d'un major repunt de la inflació. L'anàlisi de l'FMI mostra que les cotitzacions de mercat encara assignen una baixa probabilitat a aquest escenari i

**Primes sobre el deute corporatiu segons la seva nota creditícia (1999-2018)**

Diferencial amb el tipus sobirà dels EUA (p. b.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

que, de fet, la compressió de les primes de risc és deguda, en part, a la percepció d'un risc baix d'inflació.<sup>7</sup> Per aquest motiu, les sorpreses inflacionistes a l'alça, en provocar una forta descompressió de les primes de risc, podrien tensionar les condicions financeres més de l'esperat i, addicionalment, pressionar els bancs centrals perquè endureixin més ràpidament la política monetària. A més a més, en aquest escenari, les economies emergents podrien patir sortides de capital que podrien posar a prova la solidesa dels seus fonaments.

Davant aquest mapa de riscos, els bancs centrals s'enfronten al repte d'anar retirant l'estímul monetari sense comprometre el creixement a curt termini i, al mateix temps, de neutralitzar les vulnerabilitats financeres que puguin aparèixer a mitjà termini. Fins al moment, amb una comunicació clara i amb una evolució gradual de la política monetària, han aconseguit que els mercats financers s'ajustin de manera relativament suau. Però les vulnerabilitats latents no són menyspreables i poden fer que, d'ara endavant, el camí sigui més pedregós.

3. FMI (2018), «A Bumpy Road Ahead», Global Financial Stability Report de l'abril.

4. Per exemple, vegeu el Focus «El sistema financer xinès: un gegant amb peus de fang?», a l'IM11/2016, i l'article «Deute: vici o virtut?», al Dossier de l'IM04/2016.

5. Per a més detalls sobre la CAPE i la sobrevaloració de la borsa nord-americana, vegeu l'article «Valoració de la borsa nord-americana: hi ha motius de preocupació?», al Dossier de l'IM11/2017.

6. Així ho suggereix l'evolució recent de l'índex de base inversora desenvolupat per Arslanalp, S. i Tsuda, T. (2014), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», IMF Economic Review.

7. FMI (2018), «An Econometric Lens on What Drives Term Premiums», Global Financial Stability Report de l'abril.