

## El coronavirus contagia els mercats i la política monetària actua d'urgència

L'emergència sanitària de la COVID-19, inicialment concentrada a la Xina, s'ha metamorfosejat en una crisi global que paralitza l'economia mundial. Els indicadors d'activitat que recullen aquest gir de l'escenari encara són escassos, però els seus efectes han estat molt palpables en el funcionament dels mercats financers. Els inversors han patit un repunt molt abrupte i sever de l'aversion al risc i de la volatilitat (vegeu el primer gràfic), que ha desembocat en enfonsaments històrics de les borses i de les matèries primeres, en repunts de les primes de risc (en especial, les corporatives i les de les economies emergents, on també s'han produït fugides de capital) i en un tensionament generalitzat de les condicions financeres. Davant d'això, els principals bancs centrals han actuat amb rapidesa i amb contundència per garantir l'abundància de liquiditat i l'accés favorable al crèdit i per ancorar un entorn de tipus d'interès baixos.

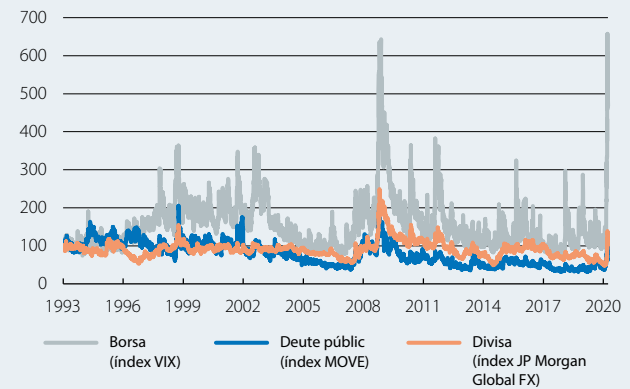
### Els mercats cotitzen una recessió global

L'enfonsament històric de les borses és la manifestació més evident del canvi d'escenari econòmic. Des de mitjan febrer, els principals parquets borsaris del món han patit les majors caigudes en molts anys, i, al final de març, els índexs de referència acumulaven pèrdues properes al 30% tant als EUA com a Europa. Així mateix, la feblesa s'ha transmès de manera semblant a tots els sectors (amb reculades del 20%-30%), llevat de l'energètic (la cotització borsària del qual, penalitzada també per l'enfonsament del petroli, perdia gairebé el 50% als EUA) i del sanitari (amb pèrdues una mica inferiors al 20%). A més a més, la velocitat de la correcció ha estat especialment notable. Tot i que, durant la recessió del 2008-2009, les pèrdues acumulades es van acostar al 60%, es va trigar un any i mig a reduir aquesta cota. Ara, en canvi, fa menys de dos mesos que va començar la correcció i ja han tingut lloc les sessions de major volatilitat de les últimes dècades, tant en negatiu com en positiu: als EUA, no es veien pèrdues diàries tan grans des del 1987, i, en les últimes setmanes de març, els anuncis de mesures econòmiques per acomodar l'impacte de la COVID-19 van provocar rebots diaris propers al 10%.

**La borsa de la Xina, però, s'ha mantingut relativament aïllada de les últimes turbulències:** les seves pèrdues acumulades des de l'inici d'enguany no arriben al 10% (a la resta de grans parquets, superen el 20%), i, en l'últim mes, la reculada amb prou feines arriba al 3%. Sembla que aquest funcionament més positiu reflecteix una combinació de factors. D'una banda, el país ja es troba en la fase de recuperació de la COVID-19, i s'esperen mesures contundents per donar suport a la reactivació econòmica. De l'altra, les ràtios de valoració borsàries partien de nivells menys elevats (en especial, en relació amb els EUA). A més a més, diferents moviments del mercat (com el millor funcionament de les cotitzacions d'empreses *blue chip* i un major palanquejament) també apunten al suport de les autoritats i a una major presa de riscos.

### Volatilitat implícita als mercats financers

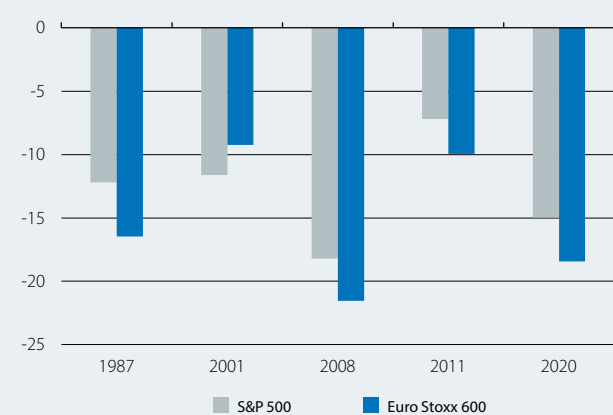
Índex (100 = gener 1993)



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

### Majors caigudes borsàries en una setmana

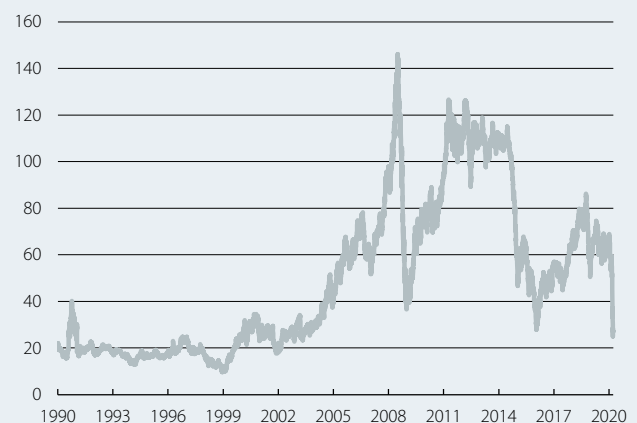
Variació acumulada (%)



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

### Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

La paralització de l'activitat s'evidencia als mercats de primeres matèries, com ho reflecteixen els índexs de preus agregats, com el de Bloomberg o el de Thomson Reuters, que mostren caigudes entre el 20% i el 30% des de l'inici d'enguany. Aquestes caigudes s'observen en els preus dels metalls industrials (amb reculades del 20%), com el coure o l'alumini. Però l'enfonsament ha estat especialment bruscat en el preu del petroli: el barril de Brent s'ha desplomat fins als 20-25 dòlars, un nivell inusualment baix en el segle XXI (vegeu el tercer gràfic) i que reflecteix una caiguda de gairebé el 70% en relació amb els 60 dòlars registrats al començament de l'any. Una de les causes és l'impacte inevitable i especialment sever de les mesures de confinament sobre la demanda de combustibles. Però a la congelació de la demanda s'ha sumat, pel costat de l'oferta, una guerra de preus entre els països de l'OPEP i aliats com Rússia. Aquest grup, conegut com OPEP+, va trencar, al començament de març, les negociacions per prolongar les retallades de producció de cru (vigents des del 2016), i el mercat va patir la caiguda diària més severa des del 1991 (amb la Guerra del Golf). No obstant això, a mitjà termini, els preus necessaris per cobrir les necessitats fiscals de Rússia i de l'Aràbia Saudita (al voltant dels 40 i 50 dòlars) i la reactivació de l'economia mundial haurien de donar suport a una recuperació del petroli, tot i que els baixos nivells poden persistir mentre es mantinguin la paràlisi de l'economia mundial i l'interès d'alguns membres de l'OPEP+ per expulsar del mercat els productors de *shale* dels EUA.<sup>1</sup>

La COVID-19 també enfonsa els tipus d'interès, fins al punt que, al començament de març, els tipus del deute sobirà a 10 anys d'Alemanya i dels EUA van marcar mínims històrics (intradia: el -0,89% i el 0,33%, respectivament). Tant l'aversion al risc com l'expectativa d'una reacció acomodaticia i contundent per part dels bancs centrals expliquen la reculada d'aquests actius, que exerceixen un paper de refugi. No obstant això, al llarg del mes de març, i a mesura que es feia patent la necessitat que la política fiscal liderés la lluita contra la COVID-19, l'expectativa d'unes necessitats de finançament més elevades per part del sector públic va contribuir a atenuar les caigudes dels tipus d'interès (vegeu el quart gràfic).

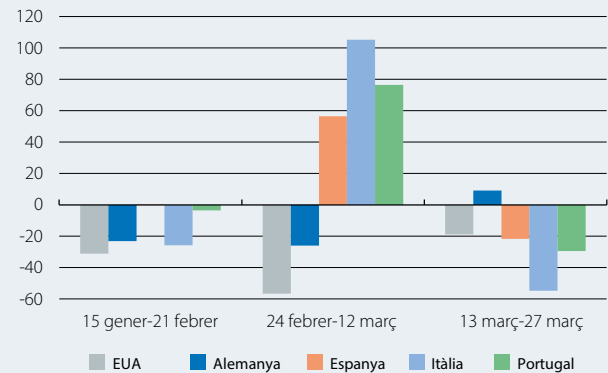
**Les condicions financeres es tensionen**

La COVID-19 no arrossega per igual tots els tipus d'interès. De fet, el temor que la paralització de l'activitat econòmica desemboqui en rebaixes de les notes creditícies (un possible amplificador)<sup>2</sup> o en fallides empresarials ha tensionat, fins a nivells propers als del 2008-2009, les primes de risc del deute corporatiu a tots els segments (en especial, al sector del *shale* dels EUA, al qual s'ha sumat l'enfonsament del petroli). Les primes de risc sobiranes de la perifèria de la zona de l'euro també es van veure temporalment tensionades, en combinar-se l'expectativa d'unes majors necessitats de finançament al sector públic amb una recepció freda dels inversors a les primeres mesures del BCE (i cal no oblidar les paraules de la seva presidenta, Christine Lagarde, «no som aquí per

1. Per a més detalls, vegeu la nota «El Brent es desploma després del desacord entre l'OPEP i els seus aliats», disponible a [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com).  
 2. Vegeu el Focus «El cicle del crèdit als EUA: fins a quin punt ens hem de preocupar? Part II», a l'IM06/2019.

**Tipus d'interès sobirans d'Alemanya i dels EUA i primes de risc \***

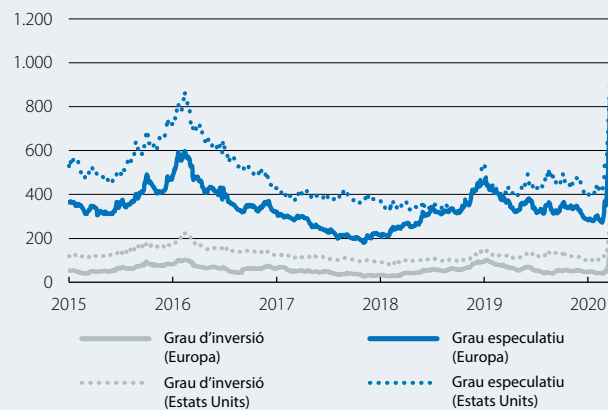
Variació acumulada en el període (p. b.)



Nota: \* Tipus d'interès a 10 anys.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Primes de risc corporatives**

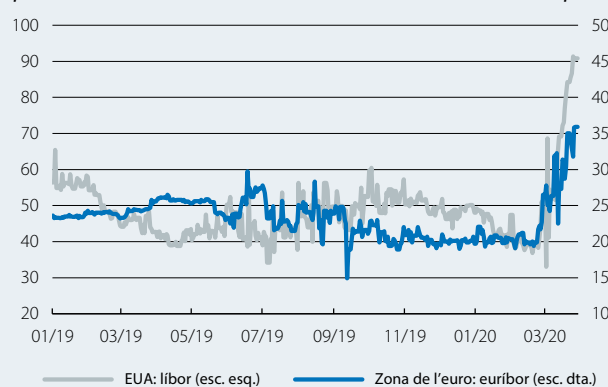
(p. b.)



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

**Diferencial entre el tipus d'interès interbancari i el tipus OIS a 12 mesos**

(p. b.)



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

contenir les primes», que van intensificar l'aversion al risc dels inversors). No obstant això, la contundència de la segona ronda de mesures del BCE (detallades més endavant) va aplacar els dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic a la perifèria de la zona de l'euro. Per la seva banda,

el repunt del risc també es va observar al mercat interbancari (vegeu el sisè gràfic), tot i que de manera molt més continguda que en episodis anteriors.

**Apareixen tensions de liquiditat, però són localitzades.** Les més destacades es van manifestar al mercat de paper comercial (pagarés) dels EUA, on, després d'un fort repunt de les primes de risc, que denotava l'absència de compradors al mercat, la Fed va acabar actuant amb la reedició del CPFF (programa de compres de paper comercial). Així mateix, van aparèixer altres indicis de problemes de liquiditat quan, en algunes sessions de forta aversió al risc, els preus d'actius tradicionalment «refugi» (com el deute sobirà dels EUA o d'Alemanya) van disminuir en lloc d'augmentar: un símptoma que les necessitats d'obtenir liquiditat estaven forçant alguns agents a vendre uns actius que, en aquestes circumstàncies d'aversió al risc, desitjarien mantenir al seu balanç. D'altra banda, i com es detalla més endavant, també van aflorar tensions de liquiditat per al finançament en dòlars a l'estranger (vegeu l'ampliació del *basis* a l'últim gràfic), tensions que, de nou, van ser neutralitzades per la Fed en coordinació amb altres bancs centrals.

**Les cotitzacions financeres ressalten els riscos per a les economies emergents,** perquè la crisi sanitària de la COVID-19 pot ser molt més greu en aquests països (per uns sistemes de salut menys dotats de recursos, per ciutats grans, denses i amb bosses de pobresa, i per unes institucions més fràgils) i perquè també són més sensibles a l'enduriment de les condicions financeres internacionals i a la caiguda dels preus de les primeres matèries. En aquest sentit, des de l'inici de l'any, les divises emergents, liderades pel ruble rus, pel peso mexicà, pel rand sud-africà i pel real brasiler (totes amb depreciacions superiors al 20%), acumulen una depreciació generalitzada en relació amb el dòlar nord-americà. Això endureix la càrrega del deute emergent denominat en dòlars, de manera que les economies emergents també han patit un repunt de les primes de risc (l'índex EMBI de J. P. Morgan ha repuntat fins a nivells del 2009). A més a més, en les últimes setmanes, s'ha observat una sortida sense precedents de capitals de les economies emergents, recollida pels fluxos de cartera de l'Institut Internacional de Finances (vegeu el setè gràfic).

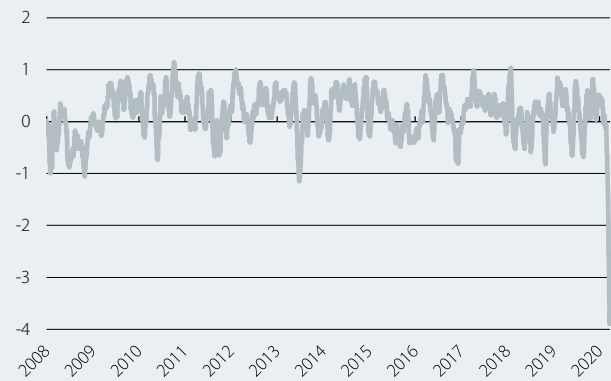
**La política monetària al rescat**

**La política monetària respon amb rapidesa i contundència, però sol·licita el lideratge de la política fiscal.** Davant una disrupció de l'activitat que, de manera autoimposada, paralitza tant l'oferta com la demanda de les economies (domèstica i exterior), l'actuació de la política monetària s'enfoca en tres dimensions: i) evitar problemes de liquiditat; ii) propiciar que les empreses i les llars tinguin un accés favorable al crèdit, i iii) ancorar un entorn de tipus d'interès baixos amb què, a més de donar suport a la recuperació econòmica quan s'aixequin les restriccions a l'activitat, poder donar cobertura perquè la política fiscal actuï de forma agressiva i sense suscitar dubtes sobre la sostenibilitat dels comptes públics.

3. Més detalls a l'Observatori BCE del 19 de març, «El BCE actua d'emergència contra la COVID-19», i a l'Observatori Fed del 16 de març, «La Fed bomba liquiditat i du els tipus al 0%».

**Fluxos de capitals nets cap a les economies emergents**

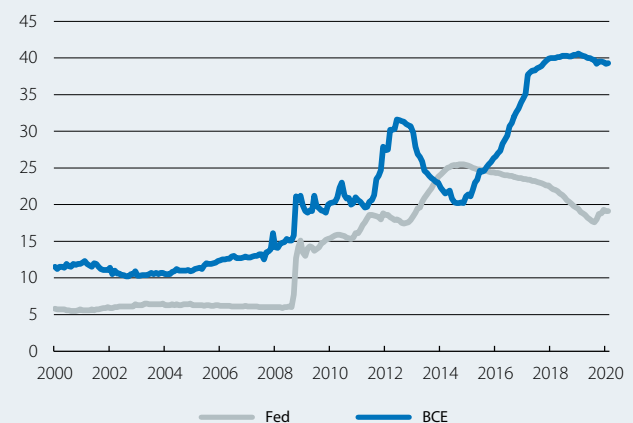
(Milers de milions de dòlars)



Nota: Mitjana mòbil de 28 dies. Dades diàries.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institut Internacional de Finances (IIF).

**Balanç dels bancs centrals**

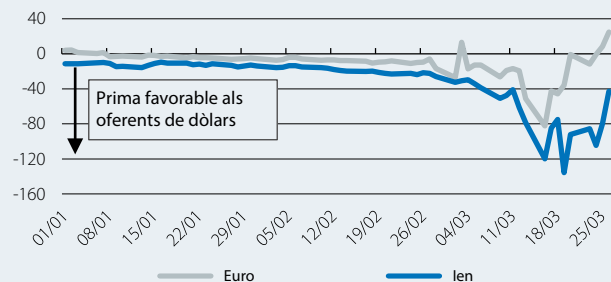
(% del PIB)



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

**Basis d'un swap a 3 mesos entre el dòlar nord-americà i una altra divisa \***

(p. b.)



Notes: \* El *basis* mesura la diferència de retorns entre una inversió directa en dòlars i una inversió denominada en divisa estrangera (assegurada per fluctuacions en el tipus de canvi). Quan el *basis* és negatiu, el primer terme és menor i reflecteix que els tinentes de dòlars reben una prima favorable quan els ofereixen als mercats internacionals. Per a més detalls, vegeu l'article «Per què difereixen els tipus d'interès d'actius semblants?», a l'IM03/2019.

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

**Els bancs centrals han llançat una àmplia bateria de mesures (vegeu la taula annexa).<sup>3</sup> Els bancs que disposen de marge han retallat els tipus gairebé fins al 0% (en -150 p. b. la Fed i en -65 p. b. el Banc d'Anglaterra), mentre que la resta (com el BCE i el Banc del Japó) els han**

## Mesures de política monetària a les principals economies

Banc central	Tipus d'interès	Compra d'actius	Suport al crèdit	Mesures de liquiditat
<b>Banc Central Europeu</b>	Sense canvis: • Refi al 0,00% • Depo al -0,50%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• APP: 20.000 milions d'euros mensuals (vigents des del 2019) + un total addicional de 120.000 milions d'euros fins al desembre del 2020.</li> <li>• PEPP: 750.000 milions d'euros fins al desembre del 2020 amb implementació flexible (no subjecte a límits d'emissor/emissió i amb desviacions temporals de la clau de capital).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Millora de les condicions de les TLTRO: redueix tipus mínim fins al -0,75% (depo -25 p. b.) i incrementa màxim a sol·licitar (fins al 50% de cartera elegible).</li> <li>• Flexibilitza requisits reguladors sobre el sector bancari.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Noves LTRO immediates (al tipus -0,50%) per garantir abundància de liquiditat fins a la TLTRO del juny del 2020.</li> <li>• Es relaxen els requisits de col·lateral de les operacions de refinançament per incorporar títols de deute del sector corporatiu.</li> </ul>
<b>Reserva Federal dels EUA</b>	Retallada en 150 p. b., fins a l'interval 0,00%-0,25%.	Compres il·limitades de <i>treasuries</i> i de <i>mortgage-backed securities</i> .	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Participació al mercat primari i secundari de bons corporatius (PMCF i SMCF).</li> <li>• Es redueixen els requeriments de reserves a les entitats financeres.</li> <li>• S'alliberen els <i>buffers</i> de capital i liquiditat.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducció en 200 p. b. del <i>discount window rate</i> fins al 0,25% (eina amb el paper de prestador d'última instància).</li> <li>• Operacions <i>repo</i> setmanals per valor d'1 bilió de dòlars.</li> <li>• Participació al mercat de pagarés (paper comercial) per afegir liquiditat i destensionar aquest mercat (CPFF).</li> <li>• Facilitat de crèdit per a creadors de mercat (PDCF).</li> <li>• Compra d'actius amb el suport del deute de particulars (TALF).</li> <li>• Facilitat de finançament per als fons de mercats monetaris (MMLF).</li> </ul>
<b>Banc d'Anglaterra</b>	Retallada de 65 p. b., fins al 0,1%.	Ampliació en 200.000 milions de les compres d'actius, fins als 635.000 milions de lliures en bons sobirans i corporatius.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• +100.000 milions de lliures en finançament a petites i mitjanes empreses.</li> <li>• Garanties en préstecs per a empreses afectades.</li> <li>• S'alliberen els <i>buffers</i> de capital i de liquiditat.</li> </ul>	
<b>Banc del Japó</b>	Sense canvis: tipus d'interès oficial en el -0,10%.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es duplica el màxim de compres anuals d'ETF i J-REIT, fins als 12.000 i 180.000 milions de iens, respectivament.</li> <li>• Augment del volum de compres de bons del Govern en 784.000 milions de iens.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nova facilitat de préstec (interès del 0%, venciment fins a un any i deute empresarial com a col·lateral).</li> <li>• S'alliberen els <i>buffers</i> de capital.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Operacions <i>repo</i> per valor de 500.000 milions de iens.</li> <li>• Ampliació a 2 bilions de iens del paper comercial que pot adquirir.</li> </ul>

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE, de la Fed, del Banc d'Anglaterra i del Banc del Japó.

mantingut en mínims històrics. A més a més, tots han aprofundit en mesures per assegurar una gran abundància de liquiditat i unes condicions creditícies favorables. Per exemple, la Fed va llançar línies de liquiditat per valor d'1 bilió de dòlars a la setmana, mentre que el BCE va reduir el cost de les TLTRO, va augmentar-ne el volum i va flexibilitzar diferents requisits reguladors sobre el sector financer. Així mateix, les dues institucions van ampliar l'univers d'actius que accepten com a col·lateral en les seves injeccions de liquiditat. D'altra banda, el pas més agressiu el van fer amb els programes de compres d'actius, que injecten liquiditat i permeten ancorar uns tipus d'interès baixos i neutralitzar l'aversió al risc. En concret, la Fed va anunciar compres il·limitades de bons sobirans i de bons de titulització hipotecària (MBS, per les sigles en anglès), així com compres de deute corporatiu (en mercats primaris amb el PMCCF i secundaris amb el SMCCF) i d'actius basats en préstecs rebuts pels consumidors (TALF). Per la seva banda, el BCE va ampliar les compres d'actius previstes per al 2020 en 870.000 milions d'euros, dels quals, amb el nou programa de compres contra l'emergència pandèmica (PEPP, per les sigles en anglès),

750.000 milions s'implementaran gairebé sense restriccions (en concret, sense el límit del 33% d'un mateix emissor o emissió i permetent desviacions temporals de la clau de capital). A més a més, el PEPP també comprarà deute públic de venciments molt curts (característica destacable, ja que es preveu que la majoria de governs finançaran els paquets fiscals contra el coronavirus amb deute a curt termini). Així, la dimensió (més del 7% del PIB de la zona de l'euro) i la flexibilitat d'aquestes compres són de tanta envergadura que molts analistes han conclòs que el BCE ha actuat amb tanta o més contundència que si hagués activat l'OMT (el programa anunciat per Draghi el 2012, enmig de temors de ruptura de la zona de l'euro, i que mai no es va arribar a activar). Finalment, en coordinació amb la Fed, la resta de principals bancs centrals han injectat liquiditat en dòlars a les respectives jurisdiccions. D'aquesta manera, han corregit l'emergència de tensions en el finançament en dòlars, que s'estava tornant relativament més escàs (com ho reflecteix l'ampliació del *basis* a l'últim gràfic) per la forta aversió al risc i pel valor refugi de la divisa nord-americana.