

La connexió mercats-macroeconomia en temps de pandèmia

28 d'octubre de 1929, dilluns negre (*crack* del 29). 19 d'octubre de 1987, dilluns negre. 16 de març de 2020, un altre dilluns... també negre. L'any 2020 ha col·locat un nou dilluns al podi de les pitjors sessions borsàries dels 100 últims anys.¹ I és que, com ho mostra el primer gràfic, la COVID-19 va provocar un dels enfonsaments més abruptes i severs viscuts pels mercats financers: en la recessió del 2008-2009, es va trigar un any i mig a acumular pèrdues del 60%; el 2020, amb prou feines en un mes, la borsa nord-americana havia perdut més del 30% de la seva cotització. I, malgrat tot, després d'aquest enfonsament, els mercats financers han aconseguit encarar el tancament de l'any amb una recuperació gran i ràpida, fins al punt que, al final de novembre, la borsa nord-americana tornava a registrar màxims històrics.

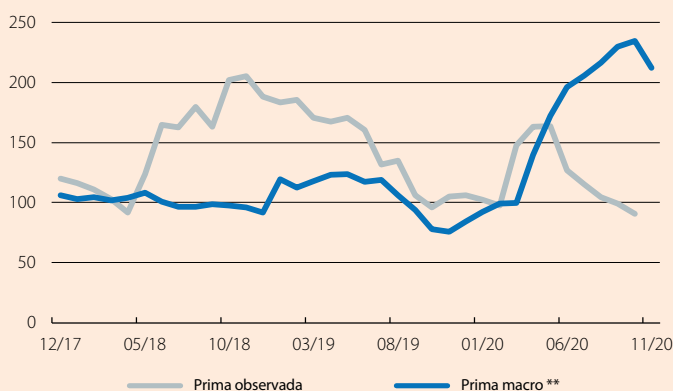
Desconnexió entre economia i mercats?

El bon funcionament dels mercats en els últims mesos ha despertat el temor al fet que les cotitzacions s'estiguin «desconnectant» de l'economia real. Aquest risc de complaença dels mercats no es pot minimitzar en un context de caigudes inusitades de l'activitat econòmica. No obstant això, almenys una part del contrast mercats/activitat és el propi reflex de les mesures econòmiques que s'han activat per protegir l'economia, de la mateixa manera que també s'ha vist una «desconnexió» entre els enfonsaments del PIB i les fallides empresarials o la destrucció d'ocupació.

Per exemple, en temps normals, la contracció abrupta que el PIB està patint donaria lloc a un fort augment de les fallides empresarials. De fet, algunes estimacions assenyalen que, si extrapoléssim les relacions històriques, la caiguda acumulada de l'activitat prevista per al 2020-2021 estaria associada a un increment de les fallides del 10%-30% a la zona de l'euro.² No obstant això, la realitat del 2020 és que les insolvències registrades han estat fins i tot inferiors a les dels últims anys. A més a més, les probabilitats de fallida empresarial implícites en les cotitzacions financeres es mantenen contingudes.

Prima de risc sobirana per al deute perifèric a 10 anys *

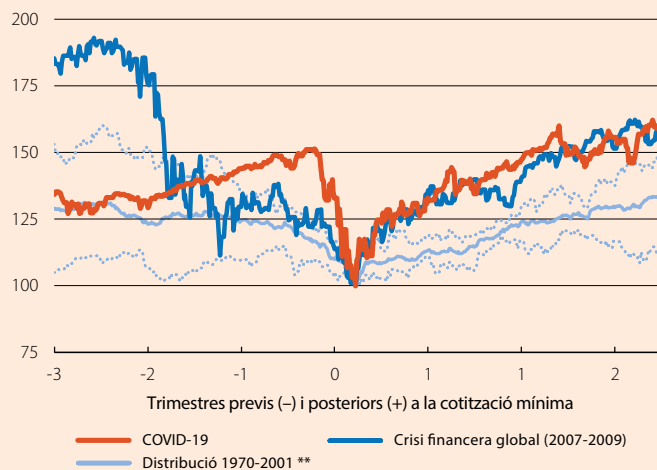
(p. b.)



Notes: * Mitjana ponderada d'Espanya, d'Irlanda, d'Itàlia i de Portugal. ** Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària convencional i no convencional del BCE, deute públic i expectatives de creixement i d'inflació) i estimada en funció de les relacions històriques fins al començament del 2020.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, d'Eurostat, de Consensus Economics i de Focus Economics.

Índex borsari S&P 500 en recessions econòmiques Índex (100 = cotització mínima del període) *



Notes: * Durant les dues últimes recessions, les cotitzacions mínimes corresponen al 23/03/2020 i al 09/03/2009. ** Mitjana (línia contínua) i mínim i màxim (línies discontinues) del funcionament borsari en cada moment del temps durant les diferents recessions del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la datació del cicle econòmic de l'NBER.

En el mateix sentit, una part de la recuperació de les borses també reflecteix les mesures amb què la política econòmica i monetària ha protegit l'economia. La bateria de mesures econòmiques en conjunt i la política monetària acomodaticia en particular han ancorat un entorn de tipus d'interès baixos (per exemple, als EUA, els tipus sobirans han caigut entre 100 i 150 p. b. el 2020) i han afavorit una recuperació del sentiment inversor, dues palanques que, segons les estimacions del mateix FMI, han compensat amb escreix el llast de la contracció dels beneficis empresarials sobre les borses.³

El paper de les polítiques econòmiques també destaca als mercats de renda fixa i, en particular, en les primes de risc sobiranes de la zona de l'euro. Les nostres estimacions⁴ suggereixen que el deteriorament dels fonaments macroeconòmics s'hauria d'haver traduït en un increment molt notable dels tipus d'interès sobirans de la zona de l'euro. I, de fet, el segon gràfic mostra com, en un inici, les primes de risc perifèriques van patir un repunt raonablement coherent amb el que

1. El 16 de març del 2020, l'índex S&P 500 va caure el 12,0%, per sota del -12,9% del 1929 i lluny encara del -20,5% del 1987.

2. Vegeu Banerjee, R. N., Cornelli, G. i Zakrajšek, E. (2020), «The outlook for business bankruptcies», Bank for International Settlements, butlletí núm. 30.

3. Capítol 1 de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'octubre del 2020.

4. A partir de les relacions històriques, estimem el tipus d'interès sobirà coherent amb els fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, estat de la política monetària del BCE, ràtios de deute públic i expectatives sobre el PIB i la inflació). Per a més detalls, vegeu el Focus «La fragilitat macroeconòmica dels tipus d'interès», a l'IM10/2020.

havien predit els fonaments macroeconòmics. No obstant això, el tensionament es va revertir de manera generalitzada després de la bateria d'anuncis per part del BCE al llarg de la primavera i dels diferents paquets fiscals de la UE.

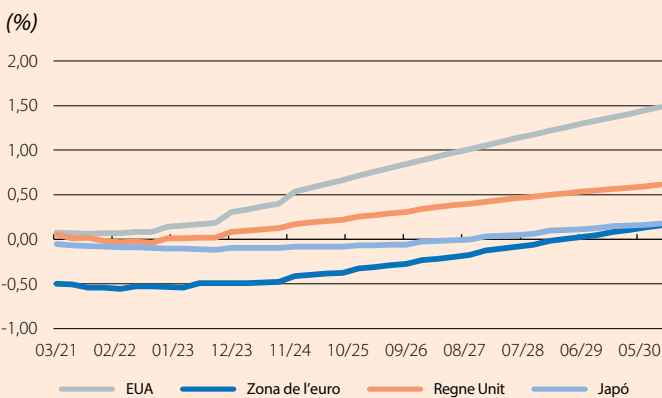
Tot plegat mostra que el suport de les polítiques, sumat a l'expectativa de recuperació econòmica el 2021 (que, per la seva naturalesa anticipatòria, ja queda recollida en les cotitzacions), ha estat clau per explicar el funcionament dels mercats el 2020. I, per tant, l'evolució de la pandèmia, la capacitat de recuperació de l'economia i la protecció de les polítiques sobre el teixit productiu continuaran marcant el compàs dels mercats financers el 2021.

La política monetària, un baluard de liquiditat i de tipus baixos contra la pandèmia

Davant l'embat de la COVID-19, la política monetària ha ancorat un entorn financer acomodatic i ho ha fet amb èxit, com ho reflecteix el tercer gràfic. L'estratègia defensiva ha estat triple: 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 el qual, a més de donar suport a la recuperació econòmica, es doni cobertura perquè la política fiscal actuï de manera agressiva i sense suscitar dubtes sobre la sostenibilitat dels comptes públics.

La conjuntura és molt exigent, i tot fa pensar que el gros de les mesures activades pels bancs centrals haurà de continuar vigent en el nou any. El 2021 serà un any de canvis i continuarà sent un any intens. Més enllà del rebot inicial, les economies trigaran a normalitzar-se, i, al condicionant de les restriccions de la pandèmia, se sumarà el risc que comencin a aflorar algunes de les seves cicatrius en forma de destrucció de teixit productiu.

Expectatives per als tipus oficials dels bancs centrals implícites en els tipus d'interès de mercat *

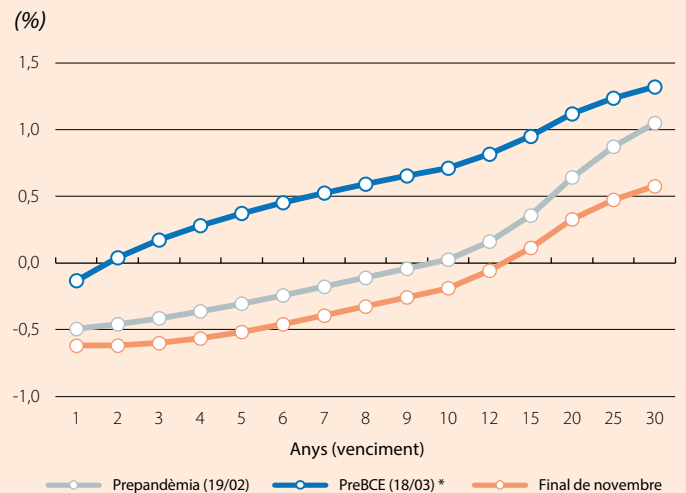


Nota: * Forwards al final de novembre del 2020. Referències per al càlcul: corbes OIS (Eonia a la zona de l'euro).

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

En el mateix pla, als EUA, el canvi d'Administració pot donar lloc a una relació més constructiva amb la Fed (recordem que el president Trump va criticar públicament el banc central i que el Departament del Tresor ha decidit de manera unilateral no renovar diferents programes d'ajuda que havien estat llançats en col·laboració amb la Fed). Aquesta relació institucional serà important per a la composició del Consell de Govern de la Fed: al començament del 2022, s'hauria de renovar per a quatre anys més el mandat com a president de Jerome Powell, mentre que el mandat del vicepresident Clarida també venç al començament del 2022 i el Consell té encara dues vacants pendents d'ocupar (Trump va nomenar Judy Shelton i Chris Waller, però encara no han estat confirmats pel Senat).

Corba de tipus d'interès sobirans del conjunt de la zona de l'euro



Nota: * Just abans del llançament del PEPP, el programa de compres per lluitar contra els efectes econòmics de l'emergència sanitària.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Europeu.

De fet, la política monetària ja ha deixat ben clares les seves intencions, i, com ho mostra el quart gràfic, les expectatives dels inversors apunten a un període llarg de tipus d'interès baixos. Així mateix, com hem mostrat en un Focus recent,⁵ el 2021, la política monetària del BCE continuarà contribuint de manera clau a la liquiditat dels mercats, de manera que, indirectament, continuarà donant cobertura a la necessària acció de la política fiscal.

Fins i tot en aquesta conjuntura tan exigent, el 2021 també serà important per a les transformacions de fons dels bancs centrals. Està previst que, cap a la meitat de l'any, el BCE conclouï la revisió de la seva estratègia de política monetària (la primera des del 2003). Probablement no hi haurà grans novetats en els aspectes fonamentals (la definició d'estabilitat de preus podria passar de l'actual «a la vora, però per sota, del 2%» a un senzill i simètric «2%»), però la revisió també pivotarà sobre altres temes destacats, com l'efectivitat dels diferents instruments monetaris o com la rellevància de l'ocupació, la inclusió social, el canvi climàtic i l'estabilitat financera en la presa de decisions del BCE.

Adrià Morron Salmeron

5. Vegeu el Focus «Repunt abrupte del deute públic: resistirà la zona de l'euro?», a www.caixabankresearch.com.