

Sobre la pujada de la rendibilitat del deute sobirà

La intensificació de les pressions inflacionistes, un fenomen agreujat per la guerra a Ucraïna, ha generat un canvi de cicle en la direcció de la política monetària. Enrere estan quedant les compres massives de bons per part dels bancs centrals, mentre que els tipus oficials ja s'estan ajustant a l'alça.

Als mercats financers, aquest gir s'ha reflectit en un marcat ascens de la rendibilitat del deute sobirà, una tendència que, a causa del seu paper de referència, també ha afectat la resta d'actius financers.

Als EUA, per exemple, els inversors demanen que un bo del Tresor a 10 anys reporti una rendibilitat 140 p. b. superior a la del desembre de l'any passat (el 2,9% al final d'abril). En la mateixa línia, el tipus del *bund* alemany se situa clarament en terreny positiu (el 0,9% al final d'abril) i acumula ja una pujada de 110 p. b. des de l'inici d'enguany. A la resta de la zona de l'euro, l'increment ha estat d'uns 140-150 p. b. (vegeu el primer gràfic), la qual cosa reflecteix una resposta moderada de les primes de risc.

Quins factors expliquen aquesta pujada?

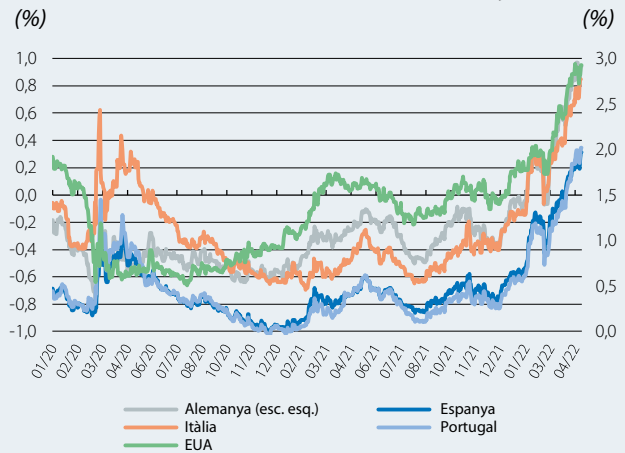
La descomposició de la rendibilitat dels bons sobirans entre expectatives d'inflació i tipus reals revela un comportament una mica diferenciat entre regions (vegeu el segon gràfic).

Mentre que, en el cas del deute europeu, l'ajust a l'alça dels tipus nominals és degut a l'augment de la inflació esperada durant la dècada vinent, als EUA, la pujada de la rendibilitat del *treasury* s'explica més per l'ascens dels tipus reals. Als EUA, també, la prima temporal, un altre component rellevant dels tipus sobirans nominals, ha mostrat una tendència descendent, coherent amb les estimacions de la Fed.

Aquests patrons diferents entre les dues regions probablement reflecteixen, d'una banda, les diferents posicions en el cicle econòmic (molt més avançat als EUA que a la zona de l'euro) i, de l'altra, una estratègia de retirada d'estímul més agressiva per part de la Fed que del BCE. Aquests factors s'han reflectit en una apreciació del dòlar enfront de l'euro (el 7% des de l'inici de l'any).

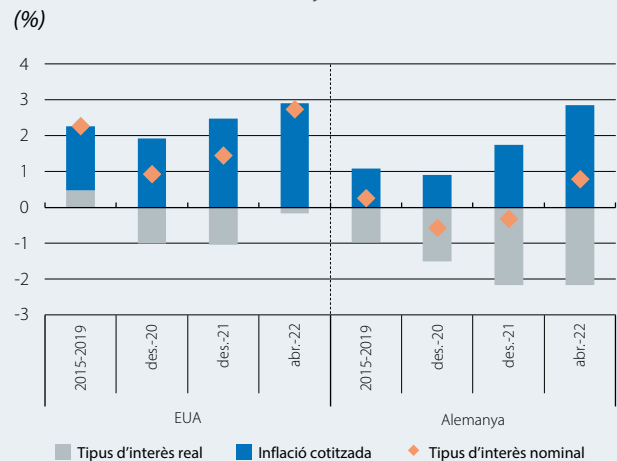
Però, fins i tot als EUA, els tipus reals a 10 anys s'han mantingut en terreny negatiu, lluny del rang previ a l'inici de la pandèmia i molt per sota de la dècada anterior a la crisi financera del 2008-2009. És d'esperar que, a mesura que la Fed avanci en la normalització de la política monetària, els tipus reals continuïn ascendint fins a cotes més «normals», potser al voltant de la mitjana dels cinc anys previs a la pandèmia (el 0,5%-1,0% per al bo a 10 anys). Això seria coherent amb un tipus nominal a 10 anys al voltant del

Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Nota: EUA, Espanya, Itàlia i Portugal, escala dreta.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Descomposició dels tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Nota: Mitjana del període.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

3,0%, suposant que les expectatives d'inflació s'estabilitzin en el 2%.

A Europa, esperem que els tipus reals també augmentin, a mesura que el BCE avanci en el seu propi procés de retirada, primer amb el final de les compres netes i, amb posterioritat, amb pujades graduals dels tipus oficials.

Per a les dues regions, el nivell d'arribada, o d'equilibri, dels tipus reals dependrà de factors estructurals, associats, entre altres elements, al creixement potencial de l'economia, qüestió que analitzarem amb més detall en un altre Focus.¹

1. El tipus d'equilibri és el que satisfà l'equació d'estalvi igual a inversió, és a dir, el que situa el creixement de l'economia en el seu potencial. Vegeu el Focus «[Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?](#)», a l'IM09/2017.

Què ens diu la forma de la corba als EUA?

En aquesta secció ens centrem en un aspecte que sol captar molta atenció als mercats financers: la forma de la corba de tipus sobirans i, en particular, el pendent de la corba del Tresor nord-americà.

És que el diferencial entre els tipus en certs trams de la corba és comunament vist entre els inversors com un baròmetre de les expectatives sobre la direcció de la política monetària i sobre el creixement econòmic a llarg termini.

De fet, la inversió de la corba de tipus sobirans ha estat un indicador que ha predit correctament cada recessió als EUA dels 60 últims anys, amb l'excepció de l'any 1966 i del breu episodi del 1998. No és estrany, doncs, que la inversió recent de la corba del *treasury* per a uns certs trams (per exemple, el bo a 10 anys *versus* el de 2 anys) hagi encès algunes alarmes sobre una possible recessió.

Un escenari que, malgrat tot, no està recollit en les previsions del consens d'analistes, que, igual que nosaltres, projecta un creixement positiu del PIB, tot i que descendent, en els pròxims anys.

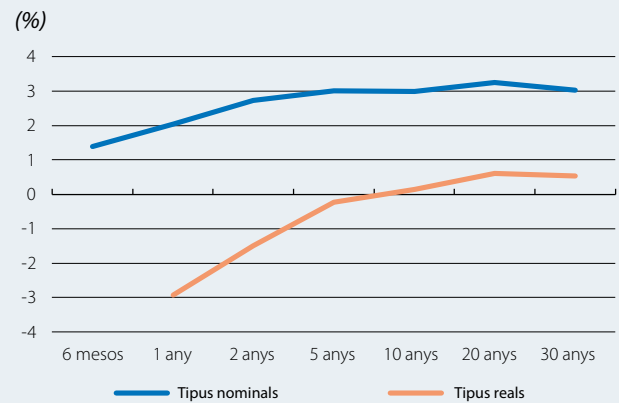
Segons el nostre parer, aquesta disjuntiva pot ser explicada per diferents raons:

Primer, la corba de tipus es troba distorsionada per factors tècnics, la qual cosa, al seu torn, reflecteix el gir abrupte en la política de compres d'actius de la Fed. És que, en només uns mesos, el banc central no solament va deixar d'afegir bons públics al seu balanç (a raó de 80.000 milions de dòlars mensuals), sinó que, a més a més, va anunciar que espera iniciar la reducció de la cartera d'actius enguany (amb un límit mensual de 60.000 milions).

Segon, cal tenir en compte la rapidesa amb què ha evolucionat la comunicació sobre la normalització dels tipus oficials. En només sis mesos, el votant mitjà del FOMC va passar de descartar pujades de tipus el 2022 (a la reunió del setembre del 2021) a afavorir, almenys, set increments enguany (a la del març del 2022), amb la intenció de situar l'interval de tipus per damunt del nivell estimat per al llarg termini el 2023. Aquest ajust ha pressionat a l'alça tant els tipus implícits als mercats monetaris com els tipus sobirans en els trams curts de la corba, més condicionats pel nivell dels tipus d'interès oficials.

En tercer lloc, l'aparent distorsió en la corba de tipus sobirans reflecteix també una trajectòria una mica inusual de la inflació cotitzada, amb nivells molt elevats en els 24 propers mesos, però que es moderen, prop dels objectius del banc central, a llarg termini. De fet, en els bons indexats a la inflació, el diferencial de tipus en el tram 10-2 anys es manté en terreny positiu, prop dels màxims des del 2015, i emet pocs senyals de recessió

EUA: tipus d'interès del deute sobirà a diferents terminis



Nota: A tancament del 30 d'abril del 2022.

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

(vegeu el tercer gràfic). Això és coherent amb les estimacions del nostre model estadístic, que, utilitzant el diferencial entre els tipus nominals a 3 mesos i a 10 anys, assigna una probabilitat de recessió inferior al 15%, similar a l'exposada per la Fed recentment.²

El nostre escenari central de resiliència econòmica es basa, d'una banda, en el fet que el dinamisme del mercat laboral i la bona posició financera del sector privat compensaran amb escreix els efectes negatius de l'elevada inflació i de la retirada dels estímuls monetaris i, de l'altra, en el fet que les disruptions de l'oferta i el conflicte a Ucraïna tendiran a millorar de forma gradual. El balanç de risc sobre aquest escenari, però, continua esbiaixat a la baixa.

Antonio Montilla

2. Vegeu <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-20220325.htm> i el Focus «Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA», a l'IM05/2018.