

## Tipus d'interès més alts durant més temps

Les últimes setmanes del tercer trimestre de l'any van confirmar la desacceleració asimètrica de l'economia mundial, amb intensos senyals de refredament a Europa, un ajust menys marcat de l'activitat als EUA, gràcies a la solidesa del consum nord-americà, i molts dubtes sobre el funcionament de l'economia xinesa, malgrat la millora recent dels seus indicadors d'activitat. Amb una tardor per davant, durant la qual s'intensificaran els efectes sobre el creixement de l'enduriment monetari i s'haurà de digerir el minixoc d'oferta que ha comportat la pujada del preu del petroli en els últims mesos, les expectatives dels agents continuen empitjorant i anticipen un afebliment de la demanda a curt termini.

En aquest context, amb símptomes clars de refredament econòmic i amb els increments de tipus dels bancs centrals a la vora del final, s'ha produït una forta pujada de rendibilitats al llarg de la corba, amb moviments tan significatius com l'augment de gairebé 100 p. b. en la rendibilitat del bo nord-americà a 30 anys fins a màxims del 2007 (el 4,95%, en relació amb l'1,2% de l'estiu del 2020), el nou repunt de la prima de risc italiana cap a la zona dels 200 p. b. (cotitza 50 p. b. per damunt de la grega), la pujada de les rendibilitats reals (el 2,3% en el cas del bo a 10 anys indexat a la inflació als EUA), o l'augment dels *spreads* en renda fixa corporativa, en especial als segments de *high yield*, on el cost de finançament se situa en nivells pròxims al 9%.

Per tant, entrem en una etapa de major sensibilitat i discriminació dels mercats, ara que els bancs centrals estan aconseguint que cali el missatge que els tipus d'interès es mantindran en nivells elevats durant força temps, la qual cosa obligarà a extremar la cautela pel flanc fiscal. El cas italià és un nou avís per a navegants, perquè la pujada de les rendibilitats fins a la zona del 5% coincideix amb el nou projecte de pressupostos, que empitjora de manera clara les estimacions de dèficit fiscal per al 2023 (el 5,3%), el 2024 (el 4,3%) i el 2025 (el 3%).

Mentrestant, als EUA, una bona part del repunt dels tipus d'interès s'explica per un augment tant de les rendibilitats reals com de la prima de risc, perquè no es detecten canvis en les expectatives d'inflació. Això reflecteix el context polític desafiador i unes necessitats de finançament molt elevades a curt termini (7,6 bilions de dòlars el 2024). I, no obstant això, en aquest riu agitat que caracteritza l'entorn econòmic i financer global, el dòlar ha estat l'actiu financer més afavorit per l'últim ajust en la narrativa monetària, amb un moviment important d'apreciació que l'ha dut a

cotitzar per sota de l'1,05 en relació amb l'euro (el 6% des del juliol) i a vorejar els 150 iens en el canvi amb la divisa nipona (màxim des del 1990). Tot plegat reflecteix que, malgrat els problemes en els flancs fiscal i polític, els inversors valoren la fortalesa relativa de l'economia nord-americana, l'atractiu d'unes rendibilitats en màxims de dècada i mitja i el tradicional paper refugi del bitllet verd.

Aquest afebliment de l'euro en relació amb la divisa amb què es paga la factura energètica, just quan es torna a tensionar el preu del cru, no és una bona notícia per a un BCE que tindrà molta feina en els propers mesos, perquè haurà de mantenir ancorades unes expectatives dels inversors cada vegada més dependents de les dades, respondre a qualsevol focus d'inestabilitat financera i gestionar els efectes sobre l'activitat del procés d'enduriment monetari més intens de les últimes dècades. La clau a curt termini serà l'evolució dels efectes de segona ronda causats per la retroalimentació entre els marges empresarials i els salaris i, per tant, la inèrcia negativa que es pot produir en moments com l'actual si els agents decideixen maximitzar les seves rendes a curt termini. Ara com ara, més enllà del soroll en les dades provocat per l'evolució del preu del petroli, la bona dada a la zona de l'euro de les mesures tendencials d'inflació en els últims mesos és un senyal positiu, perquè anticiparia que la zona del 3% es pot assolir amb una probabilitat elevada durant el proper semestre.

En definitiva, el moviment de les últimes setmanes als mercats financers serveix per consolidar la sensació que el règim de tipus d'interès recuperarà una certa normalitat a mitjà termini, després de l'anomalia que va representar el comportament de la política monetària durant una bona part de la dècada passada. Això comportarà uns tipus d'interès naturals reals o d'equilibri més elevats dels que hem tingut en els últims anys.

**José Ramón Díez**