

Els bancs centrals mouen fitxa

En un inici d'any amb tota l'atenció centrada en com la Fed i el BCE implementaran el gir en la política monetària i amb la sensació que es pot obrir alguna divergència temporal en el punt de partida de les baixades de tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic, en les últimes setmanes, s'han produït novetats que poden aclarir una mica l'agitada món de la política monetària.

En primer lloc, el Banc Central de Suïssa (SNB) s'ha unit al corrent de diverses autoritats monetàries de països emergents (el Brasil, Xile, Malàisia o Hong Kong) i europeus (Polònia, Hongria o la República Txeca) i ha reduït per sorpresa el tipus d'interès oficial en 25 p. b., fins a l'1,50%, quan sembla que la inflació ha assolit l'objectiu (l'1,2% al febrer) de manera estable. A més a més, amb aquest moviment, el banc central suís ha aconseguit trencar a curt termini la tendència d'apreciació del tipus de canvi, quelcom important per a una economia que continua mostrant una feblesa elevada i que té un grau d'obertura superior al 100% del PIB. Per tant, mentre esperem les decisions dels dos grans bancs centrals, ja s'ha iniciat el camí de retorn de la política monetària global que pot portar a una retallada al voltant dels 100 p. b. en els tipus d'interès en els 12 propers mesos.

En aquest inici del procés de relaxament monetari, s'ha produït un moviment a contracorrent, ja que el Banc del Japó (BoJ) ha pujat el tipus de referència des del -0,1% fins al rang del 0%-0,1% (primera pujada des del 2007) i, a més a més, ha anunciat la finalització d'altres mesures no convencionals, com el programa de control de la corba de tipus o les compres d'ETF. La decisió només és un primer pas cap a la normalització de la política monetària, perquè l'enduriment de les condicions financeres ha estat mínim i es mantindran les compres de deute públic. A partir d'ara, l'important serà monitorar el comportament de les tinençes de deute públic dels inversors japonesos a l'exterior (més d'un bilió de dòlars només en deute nord-americà), pels efectes que pot tenir un moviment de retorn a casa sobre la corba de tipus d'interès nord-americana o europea. La decisió del BoJ, a més del bon comportament recent de la inflació, també reflecteix incomoditat amb la infravaloració que presenta el ien (entre el 25% i el 30% en relació amb les principals divises), la qual cosa podria comportar intervencions canviàries si no es reverteix la situació a curt termini.

Amb aquesta decisió, es pot donar per tancada l'anomalia que ha estat l'etapa de tipus d'interès negatius. Quan, precisament, els bancs centrals van implementar mesures no convencionals per combatre el risc de «japoneització»,

caracteritzat per: reducció significativa del creixement potencial, caiguda del tipus d'interès natural fins a nivells pròxims a zero, descens continuat dels preus i esgotament de l'efectivitat dels instruments tradicionals de política monetària. La realitat és que és massa aviat per certificar que l'economia japonesa ha deixat enrere de manera definitiva un comportament que reflecteix factors estructurals difícils de revertir a curt termini (demografia, etc.). De la mateixa manera que els bancs centrals de tot el món continuaran tenint a la «caixa d'eines» els instruments no convencionals que han hagut de dissenyar i d'utilitzar durant l'última dècada. En aquest context, el BCE ha anunciat l'actualització dels instruments i dels procediments dels quals disposa per implementar la seva estratègia de política monetària. En el nou marc operatiu, el tipus *depo* passarà a ser formalment la referència principal, la liquiditat vindrà determinada per la demanda del sistema financer, es mantindrà una cartera estructural de bons, no es produeixen canvis en el coeficient de caixa, i, a partir del setembre, es reduirà el diferencial entre el tipus de refinançament i el tipus *depo* fins als 15 p. b. Amb tot això, i amb noves eines de creació recent (TPI), el BCE tindrà els instruments adequats per poder respondre de manera flexible al repte que representa el doble objectiu (estabilitat monetària i financer) en les aigües turbulentes en què es continuarà movent la política monetària a mitjà termini.

Ara com ara, enguany, el repte serà gestionar el moviment cap a una zona més neutral de política monetària i limitar els desajustaments importants en els tipus de canvi si es confirmen les divergències en el procés d'ajust a les dues bandes de l'Atlàntic. En el cas del dòlar/euro, els nivells actuals no estan gaire desviats del tipus de canvi d'equilibri, la qual cosa conferirà un cert marge per a la discrepància. Tot plegat amb un ull posat en el risc geopolític i en els seus efectes potencials sobre els preus de l'energia, el factor que veritablement pot alterar el full de ruta. I, desgraciadament, en aquest àmbit, les últimes notícies no són positives, com ho estaria reflectint el comportament del preu del petroli i d'alguns actius refugi tradicionals, com l'or.

José Ramón Díez