Hem de parlar dels tipus d'interès

En un estiu amb l'atenció centrada tant en els efectes del canvi climàtic –amb esdeveniments com El Niño, que poden ocasionar pertorbacions en l'activitat mundial a la tardor– com en el retorn del risc polític a la casella de sortida prèvia a la signatura, al juny, de l'acord entre els EUA i l'Iran, un vell conegut ha tornat a trucar a la porta dels riscos econòmics i financers. La intensa pujada de les rendibilitats en tots els trams de la corba de tipus, entre els 40 i els 50 p. b. des del final de juny, és un nou graó en el canvi de tendència dels mercats de bons iniciat el 2022 i reflecteix les transformacions estructurals que afronta l'economia mundial. Una nova font de preocupació si aquest moviment s'intensifica, tenint en compte que el deute públic mundial ja està vorejant la psicològica frontera dels 100 bilions de dòlars, amb països com els EUA superant els 40 bilions de dòlars. S'aproximen, així, als límits establerts per la Llei de Ferguson, segons la qual una potència econòmica entra en zona de risc quan el pagament dels interessos del deute públic supera la despesa en defensa. En aquest punt, finançar els deutes del passat exigeix més recursos que garantir la seguretat futura.

Tenint en compte que el tipus d'interès natural és aquell que equilibra l'estalvi i la inversió i és compatible amb l'estabilitat dels preus, la realitat és que, després de més d'una dècada perduda per a la formació bruta de capital després de la gran crisi financera, des de la pandèmia s'està produint un augment de les necessitats de finançament associades a la defensa, a la intel·ligència artificial (IA), a l'envelliment de la població i a la transició energètica. Aquesta dinàmica s'ha accelerat en els últims trimestres, impulsada per la carrera de les grans empreses tecnològiques per liderar la revolució de la IA i pel seu creixent recurs directe als mercats financers. Des d'aquesta perspectiva, estaríem assistint a una normalització dels tipus d'interès després d'una llarga etapa marcada per anomalies econòmiques i financeres, com les rendibilitats negatives o l'ús d'instruments no convencionals per part dels bancs centrals per combatre el risc de japonització de les economies occidentals. Aquest camí de retorn ha situat el tipus d'interès mitjà de les principals referències de deute a llarg termini de l'OCDE en nivells del 2008, al voltant del 3,7%. La normalització també es reflecteix en la revisió a l'alça dels tipus neutrals per part de bancs centrals, com el de la zona de l'euro, que ara els situa entre el 2% i el 2,5%. Al mateix temps, aquestes institucions redueixen la seva petjada als mercats, amb un balanç que ha passat del 65% al 37% del PIB de la zona de l'euro, i tornen a concentrar la política monetària en els tipus de referència i en les subhastes setmanals.

Si descomponem el moviment dels tipus d'interès dels últims mesos entre el component real i les expectatives d'inflació, la rendibilitat real explicaria la major part de l'ascens, tant en el bo a 10 anys com en la referència a 30 anys. El fenomen és especialment visible als EUA, on els tipus reals s'han situat entre el 2,5% i el 3% en el tram llarg de la corba, en relació amb els nivells encara negatius de l'inici del 2022, mentre que les expectatives d'inflació a mitjà termini amb prou feines superen el 2%. Aquesta evolució reflecteix la confiança en la capacitat dels bancs centrals de retornar la inflació al seu objectiu, els canvis en l'equilibri entre estalvi i inversió i l'optimisme sobre l'impacte de la inversió en IA sobre el creixement a llarg termini. També ajuda a explicar l'aparent contradicció entre l'augment de la rendibilitat de l'actiu lliure de risc i el bon comportament dels mercats borsaris durant l'estiu.

Si, alternativament, desglossem les rendibilitats a llarg termini entre les expectatives sobre els futurs moviments dels bancs centrals i la prima per termini, és a dir, el cost de protegir-se davant els riscos imprevistos de naturalesa fiscal o monetària, la major part de l'augment des de l'inici d'enguany s'explicaria per un recalibratge a l'alça del nivell de tipus necessari per assolir els objectius d'inflació. No obstant això, llevat del cas dels sospitosos habituals dels últims anys, com França i el Regne Unit, la prima per termini no ha augmentat de manera significativa. Aquesta actitud d'excessiva tolerància pot venir explicada perquè l'augment del tipus neutral al risc també estigui recollint la preocupació per la política fiscal.

En definitiva, aparentment, rere la recent pujada de les rendibilitats no s'observa una excessiva intranquil·litat dels inversors pels desequilibris monetaris o fiscals, sinó l'aposta dels bancs centrals per tipus neutrals més elevats per combatre els efectes dels xocs d'oferta, a més de tipus d'equilibri més alts per acomodar la nova demanda de finançament dels sectors públic i privat. Per tant, l'aposta, no exempta de risc, és que les inversions en IA tindran una ràpida translació en productivitat, en creixement potencial i en beneficis empresarials i permetran estabilitzar la dinàmica del deute públic. Així i tot, l'optimisme i la tranquil·litat van per barris, com ho mostren les sorprenents intervencions del Tresor nord-americà al mercat de bons, tant de manera directa, mitjançant l'augment de les compres de deute públic, com indirecta, a través de la seva actuació als mercats de divises juntament amb les autoritats japoneses.

José Ramón Díez