

Catalunya en el marc de l'expansió econòmica mundial: oportunitats i riscos

Oriol Aspachs
Javier Garcia-Arenas
Àlex Ruiz
Caixabank Research

1. Introducció

L'economia catalana ha viscut les darreres dècades un procés de fort canvi estructural pel que fa a la seva relació amb l'entorn. De ser una economia relativament poc oberta ha passat a gaudir d'un grau d'obertura econòmic elevat: la suma d'exportacions i importacions respecte el PIB ha passat, entre 1986 i 2017, del 32% al 65%. En aquest context, el recorregut econòmic del país depèn, en molta major mesura que en èpoques anteriors, de com funcioni l'economia global. En aquest article es revisaran quines són les perspectives de l'economia mundial, en tant que entorn clau que condiciona les pròpies perspectives de l'economia catalana. Per realitzar aquest exercici, primer es presentaran els trets característics de l'actual cicle econòmic global, per, seguidament, analitzar els principals riscos associats a l'escenari presentat. Finalment, l'article es clourà amb unes reflexions referides a les derivades per a l'economia catalana tant de les tendències com dels riscos presentats.

2. Perspectives de l'economia global: cap a un cicle expansiu dinàmic, sincrònic, madur i sostenible

Per tal de presentar l'escenari central de l'economia global dels propers anys, es proposa capturar el que es podria denominar l'essència del moment mitjançant una caracterització que es concreta en quatre aspectes fonamentals, aspectes els quals es qualifiquen mitjançant una sèrie d'adjectius.

2.1.

Velocitat del ritme d'activitat: un cicle (raonablement) dinàmic

El primer tret distintiu de la fase actual del cicle econòmic global es pot associar a l'adjectiu "dinàmic". Les previsions apunten a que el creixement mundial se situarà en el 3,6% el 2019 i en el 3,5% el 2020. Tot i que certament representen una certa desacceleració respecte a anys anteriors, se situen lleugerament per sobre, o en línia, amb el creixement mitjà anual des del 1980.

2.2.

Similitud del ritme de creixement: un elevat nivell de sincronització

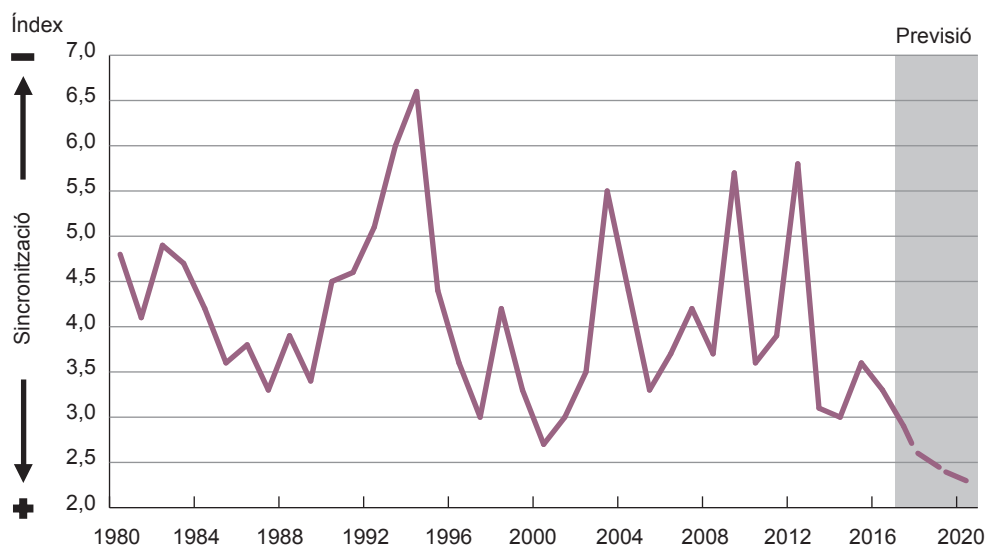
El segon adjectiu a destacar és "sincrònic" i fa referència a una característica molt singular del moment cíclic actual: l'elevat grau de similitud de creixement de les diferents economies. Una mostra d'això es que l'FMI, per exemple, espera que només deu països registrin taxes de creixement negatives el 2019. Si s'utilitzen mesures que permeten avaluar el grau de sincronització de manera més sofisticada, els resultats es repeteixen. Així, si es calcula la desviació del creixement entre els països i el creixement mundial, es constata que el nivell de sincronització del 2019 i dels anys següents és el més elevat des del 1980.¹

1 Formalment, l'indicador de sincronització s'obté de la següent manera:

$$sincro_t = \sqrt{\sum_c^c [s_{c,t} * (\dot{y}_{t,c} - \dot{y}_{món,t})^2]}, \text{ on } t \text{ denota temps i } c \text{ denota país.}$$

La variable $sincro_t$ representa el nivell de sincronització mundial en l'any t , $s_{c,t}$ correspon a la proporció que el país c representa en relació amb el PIB mundial en termes de paritat de poder adquisitiu en l'any t , $\dot{y}_{t,c}$ és el creixement del PIB al país c durant l'any t i, finalment, $\dot{y}_{món,t}$ és el creixement mundial durant el mateix període t .

Gràfic 1. Sincronització del cycle econòmic



Nota: * L'indicador és la desviació estàndard del creixement del PIB de cada país menys el creixement del món, on el pes de cada país és la proporció que aquest país representa en relació amb el PIB mundial en termes de paritat de poder adquisitiu per a cada any.

Font: Caixabank Research, a partir de les dades de Thomson Reuters Datastream.

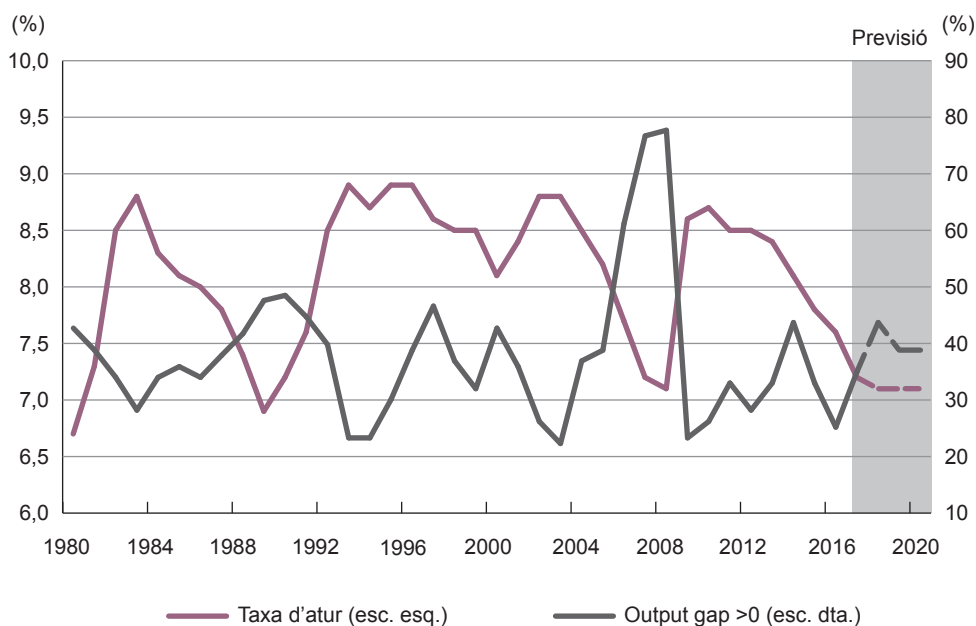
2.3.

Un cycle que avança cap a les fases madures

El tercer tret essencial de l'actual cycle fa referència al seu grau de maduresa. A diferència de la connotació generalment positiva de l'adjectiu "madur" en el llenguatge col·loquial, un cycle econòmic madur no és, per se, millor o pitjor que un altre que no ho sigui. Senzillament, se li poden associar una sèrie de característiques determinades. Així, típicament, si un país està en aquesta fase del cycle econòmic, és més procliu a acumular tensions en la inflació, ja que el grau d'utilització dels factors productius és elevat i es comencen a manifestar colls d'ampolla. La determinació del punt cíclic, si ja és difícil per a les economies avançades amb gran qualitat d'informació estadística, es torna un exercici de resultats més incerts per a l'economia mundial en conjunt. Així i tot, la revisió de diverses mesures suggereix que l'economia global s'està endinsant, lentament, en fases més madures del cycle.² Així, el nombre de països que registraran una bretxa de producció positiva (és a dir, amb un PIB real superior al potencial) al període 2019-2020 serà el més elevat des del 2008, abans de la Gran Recessió. Igualment, la taxa d'atur mitjana mundial serà la més baixa des del 1990.

2 Específicament, les dades de bretxa de producció suggereixen que s'està en la fase del cycle econòmic que Fernández, E. (2013), "PIB potencial i bretxa de producció: què mesuren i de què depenen?", a l'IM 05/2013, anomena fase 1, és a dir, amb una bretxa de producció positiva i creixent que pot ser associada a les etapes inicials de maduresa del cycle.

Gràfic 2. Món: taxa d'atur i percentatge de països amb output gap positiu



Font: Caixabank Research, a partir de les dades de Thomson Reuters Datastream.

2.4.

Qualitat creixent del cicle econòmic global

Si fins ara s'han utilitzat tres adjectius per caracteritzar el moment cíclic, quan es tracta d'analitzar la qualitat de l'expansió, és a dir, quan passem de la descripció a la previsió, la clau és veure si aquesta expansió és sostenible o no. Malgrat que l'adjectiu "sostenible" s'acostuma a utilitzar en la seva accepció mediambiental, la sostenibilitat de l'expansió econòmica, en el sentit que es pugui mantenir al llarg del temps, és la que interessa aquí. Diversos elements permeten emetre un judici prudentment favorable. D'entrada, l'expansió s'està duent a terme sense que s'acumulin desequilibris macroeconòmics elevats. En particular, a diferència del que va succeir en l'expansió de la primera meitat de la dècada dels 2000, les economies acumulen menys desequilibris per compte corrent, i les previsions suggereixen que aquest patró es pot mantenir en els propers anys.

Un altre aspecte important deriva del que, probablement, és el tret més diferencial de l'expansió actual, l'elevat nivell de sincronització. Una expansió sincronitzada és, *a priori*, més sostenible que una altra que ho és menys, ja que, si es donen *shocks* idiosincràtics que només afectin alguns països, altres economies podrien compensar l'impacte negatiu. No obstant això, cal tenir en compte que, si la sincronització deriva d'un factor comú i aquest element cedís, l'impacte també seria més ampli que en absència de sincronització. Com ho han defensat diferents veus, el

candidat natural a jugar el paper de factor global en l'actual cicle expansiu són les laxes condicions financeres globals.

S'espera que la Reserva Federal segueixi duent a terme una normalització de les condicions monetàries molt gradual, i ben comunicada als inversors. Això hauria de facilitar una adaptació progressiva a unes condicions de finançament una mica més dures per als països que més en depenen. De moment, l'enduriment de les condicions financeres globals ha estat relativament contingut i el seu impacte força selectiu: fora d'un seguit d'economies emergents (com ara Argentina i Turquia) que havien contret desequilibris macroeconòmics elevats en els anys anteriors, per exemple, incrementant el deute en dòlars com a resposta a unes condicions financeres molt acomodaticies, el gruix dels emergents ha capejat un 2018 complicat en termes d'aversion al risc sense problemes importants.

3. Riscos importants a l'horitzó

És inevitable, si es tracta d'observar l'horitzó econòmic, recordar que el futur és, per definició, incert. Tot i això, de tot el que s'ha esmentat més amunt, es pot desprendre que la situació i les perspectives són raonablement favorables. Tanmateix cal prendre's seriosament les fonts d'incertesa que continuen presents i que deriven de les dues grans categories de riscos que afronta l'expansió mundial, els de caràcter macrofinancer, amb dubtes sobre la valoració de la borsa nord-americana com a protagonista destacat (una feblesa que es podria revelar si les condicions financeres globals s'endureixen de forma més abrupta del que s'espera) i els de naturalesa política (en sentit ampli, tot incloent, en particular, els geopolítics).

3.1. Riscos macrofinancers: més intensos que en el passat

En els últims anys, s'han desenvolupat dos desequilibris macrofinancers que, pel seu potencial d'abast i de contagi, són un risc per a les perspectives econòmiques mundials. El primer és el fort augment del deute global, que, segons el BIS (Bank of International Settlements, el Banc de Pagaments Internacionals), ha crescut un 16% des del 2008 i ha passat del 211% del PIB al 2007 a gairebé el 246% a principis de 2018. Aquest increment és conseqüència, en gran part, del fort augment de l'endeutament de les economies emergents, que ha crescut més de 50 punts percentuals des de la crisi financera. Als països avançats l'augment de l'endeutament ha estat molt més contingut però, malgrat aquesta dinàmica més positiva, el deute públic s'ha incrementat notablement passant del 70% del PIB el 2007 a nivells superiors al 100% a l'inici del 2018.

Aquest augment de l'endeutament públic ha estat especialment acusat a alguns estats de l'Europa meridional com Espanya i Portugal. Aquestes dinàmiques, però, no són noves i, en major o menor mesura, figuren ja en el radar de riscos.

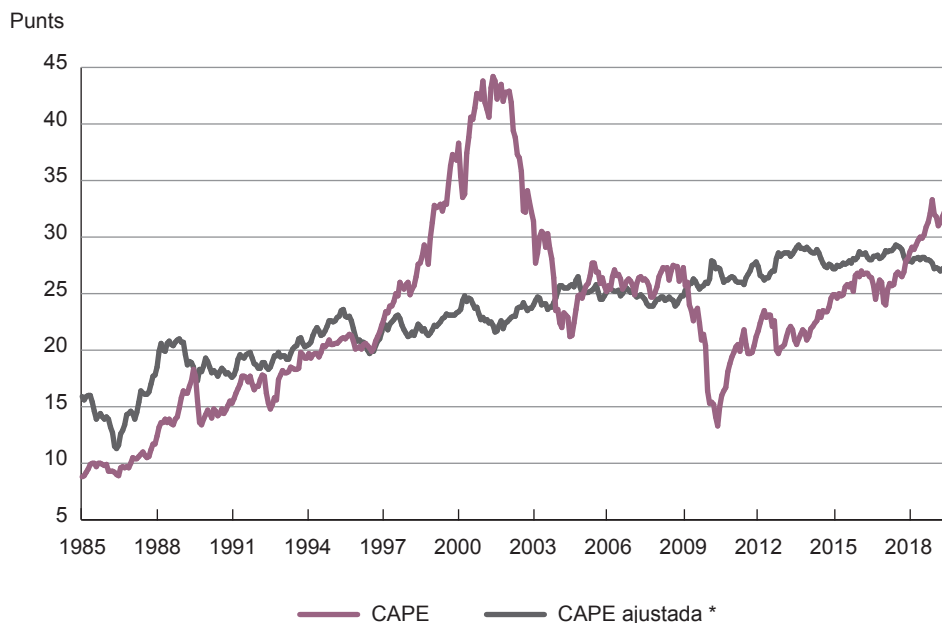
El segon risc és la forta revaloració que han registrat alguns actius financers, en especial la renda variable nord-americana. Així, des del tercer trimestre del 2009, moment en què es va començar a recuperar després de la crisi financera, l'índex S&P 500 ha registrat una progressió del 174% la qual cosa equival a un creixement anualitzat de l'11,9%. La seqüència de màxims històrics dels darrers mesos, acompanyada per un repunt de la volatilitat, ha acabat de situar la qüestió com una de les centrals de cara als propers anys en l'àmbit macrofinancer.

Malgrat que identificar amb precisió una bombolla financera quan s'està formant no és una tasca senzilla, disposem d'una bateria d'indicadors que ens ajuden a jutjar si el preu dels actius està sobrevalorat. En general, se sol distingir entre dos tipus d'indicadors. D'una banda, les mètriques que reflecteixen el comportament dels inversors i les seves estratègies d'inversió. Un exemple d'això és la preponderància de les activitats que busquen obtenir una rendibilitat elevada a curt termini. Habitualment, es considera que aquestes conductes solen anar acompanyades d'una desconexió entre el preu observat dels actius i el seu valor fonamental o sostenible a llarg termini. Més concretament, un dels indicadors de referència en aquest sentit és el pes de les compres d'actius palanquejades (*margin debt*), i l'evolució recent als EUA és un senyal clar d'alerta. Les compres d'accions a crèdit van assolir gairebé els 648.126 milions de dòlars al setembre de 2018, segons les dades oficials de la Autoritat Reguladora de la Indústria Financera (FINRA), la qual cosa representa un nivell rècord i molt superior a l'observat abans de l'esclat de la bombolla puntcom i de la crisi financera del 2007.

D'altra banda, no menys important, cal parar atenció als indicadors que, de forma més directa, intenten avaluar si el preu d'un actiu s'ajusta al seu valor fonamental. L'estimació del valor fonamental d'un actiu no és gens senzilla, ja que, per realitzar-la, és necessari calcular el valor present dels fluxos de caixa esperats en el futur. La ràtio CAPE (per les inicials de *Cyclically Adjusted Price to Earnings*), desenvolupada pel Premi Nobel d'Economia Robert J. Shiller i que mesura la relació entre el preu de les accions i la mitjana dels beneficis empresarials en els 10 últims anys, sol servir de referència a l'hora d'avaluar si el nivell de la borsa s'allunya, o no, del seu valor fonamental. Segons aquesta mètrica, el CAPE per al conjunt de l'S&P 500 s'ha mantingut per damunt dels 30 punts des de l'inici de 2018 i al setembre es va arribar a situar per damunt dels 33 punts, uns nivells àmpliament per damunt de la mitjana històrica, que se situa

al voltant dels 16,9 punts. De fet, la CAPE actual s'acosta als nivells observats durant la crisi del 1929, però encara es manté lluny del nivell absolut abans de la bombolla més recent, la puntcom, que es va produir al voltant de la dècada dels 2000.

Gràfic 3. S&P 500: ràtio CAPE i CAPE ajustada*



Nota: * CAPE predita pel tipus d'interès a llarg termini.

Font: Caixabank Research, a partir de dades de Robert J. Shiller i de Bloomberg.

Així i tot, alguns factors poden aportar una mica més de llum sobre la sobrevaloració que suggereixen els indicadors comentats. Primer, a l'hora de buscar explicacions a aquests elevats nivells de CAPE, s'ha considerat que el sector tecnològic és el possible responsable d'aquesta elevada valoració, en part per haver estat l'origen de la bombolla borsària de les puntcom el 2000, en part per haver registrat uns rendiments anualitzats des de mitjan 2009 clarament superiors al conjunt de l'S&P 500 (prop del 20%). No obstant això, les dades ens mostren que no solament és el sector tecnològic el que registra un CAPE relativament alt, sinó que aquests CAPE elevats són un fenomen força generalitzat entre els sectors que componen l'índex, i, a més a més, una fracció important d'aquests sectors es troba per damunt de la mitjana històrica.

Segon, malgrat que, a primera vista, un nivell elevat de compres palanquejades pot semblar preocupant, no és sempre un bon indicador avançat de la formació d'una bombolla. De fet, si analitzem les dades des del 1959, cada vegada que el volum de compres palanquejades ha assolit un nivell rècord, la probabilitat que l'S&P 500 hagi exhibit una rendibilitat positiva a un any vista ha estat similar a la que s'observa després d'un mes de compres palanquejades sense rècord.

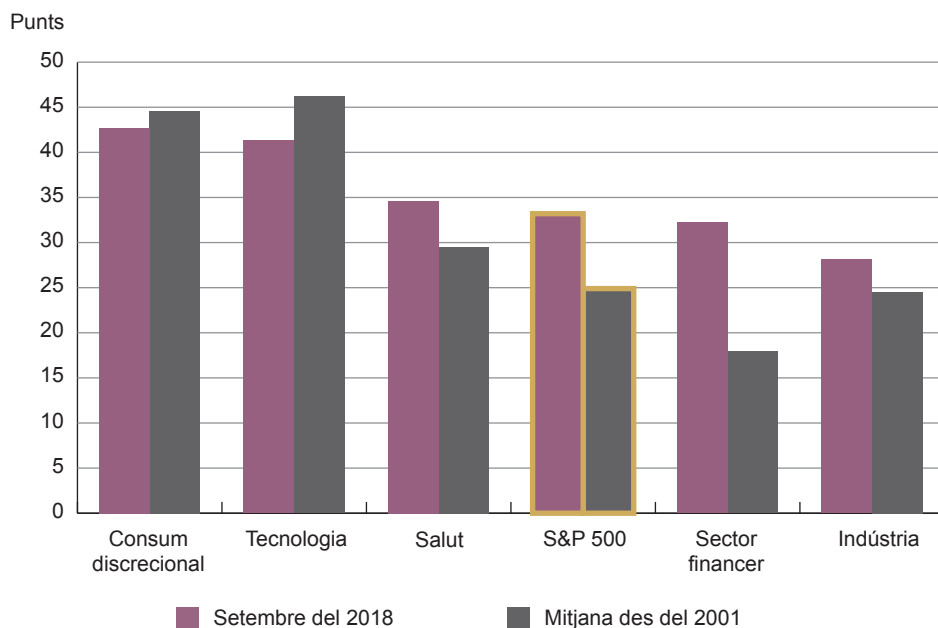
Finalment, un tercer element que cal tenir en compte per entendre els elevats nivells de la borsa és l'entorn actual de baixos tipus d'interès i, sobretot, les perspectives que es mantinguin en cotes molt baixes durant molt temps.³ I és que, en un entorn en què es preveu que els tipus d'interès es mantindran molt baixos, el valor present dels fluxos de caixa futurs augmenta.

Per avaluar fins a quin punt les valoracions actuals estan influenciades per l'ajust a la baixa que s'ha produït en els tipus d'interès a llarg termini, realitzem un exercici senzill, però il·lustratiu, que posa de manifest la importància d'aquest factor. En concret, construïm una CAPE ajustada pel nivell dels tipus d'interès a llarg termini (el del bo nord-americà a 10 anys) que ens mostra quin és el nivell de la CAPE predit pel tipus d'interès a llarg termini al llarg del temps.⁴ Com es pot observar al primer gràfic, la sèrie de la CAPE ajustada fluctua molt menys, i els episodis en què la CAPE ha estat clarament superior a la CAPE ajustada cal interpretar-los com moments en què les valoracions no podien ser explicades només per l'entorn de tipus d'interès. De fet, en el moment actual, la CAPE és força superior a la CAPE ajustada i a més la distància entre ambdues variables s'està eixamplant, la qual cosa suggereix que les valoracions actuals estan determinades per altres factors a més del propi entorn de tipus d'interès.

3 Per exemple, el tipus d'interès del bo americà a 10 anys, tot i l'augment que ha experimentat durant el 2018, encara es troba al voltant del 3%, una cota clarament inferior a la que es trobava el 4T del 2000 i el primer semestre de 2007, moment en que la taxa d'atur era similar a la actual i, en canvi, el tipus d'interès del bo americà se situava de mitjana en el 5,5 % i 4,8%, respectivament.

4 La CAPE és una mesura de valoració borsària que parteix d'una ràtio habitual en l'anàlisi financera, la relació entre cotització i beneficis, coneguda com PER per les seves sigles en anglès de Price-Earnig ratio, però que a diferència d'aquesta pren com a mesura de beneficis no els contemporanis o esperats pel proper exercici (que és la que s'utilitza al PER) sinó la mitjana històrica dels darrers anys. Aquesta variant es fa per reduir la incidència del cicle en els beneficis. Com succeeix amb el PER convencional, la CAPE ajuda a valorar si les cotitzacions són ajustades al nivell de beneficis.

Gràfic 4. Borsa nord-americana: índex CAPE



Nota: Aquests cinc sectors representen el 79% del total de l'índex S&P 500.

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

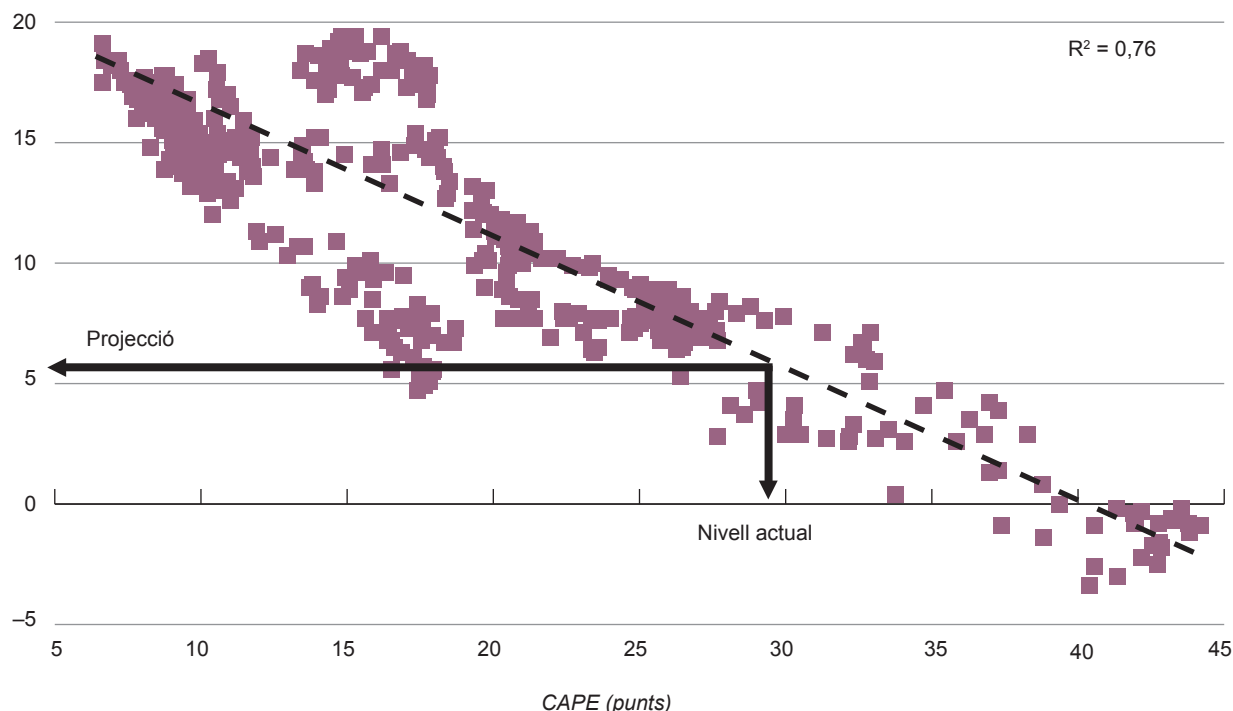
Per tant, si els tipus d'interès es mantenen tan baixos com el mercat anticipa, no sembla que els preus dels actius de renda variable estiguin gaire sobrevalorats. No obstant, si finalment els tipus acaben augmentant més del que el mercat espera -per exemple, per l'aparició de sorpreses d'inflació a l'alça i la conseqüent resposta tensionadora de la Fed-, això podria comportar una correcció dels índexs borsaris nord-americans. En altres paraules, els baixos tipus d'interès i l'elevada liquiditat han propiciat la revalorització de la borsa, i un increment sobtat de les rendibilitats del deute posaria al descobert aquesta sobrevaloració.

En aquest cas, si analitzem la relació històrica entre la rendibilitat del bo sobirà nord-americà a 10 anys i la ràtio proposada per Robert Shiller, aquesta tendeix a situar-se al voltant dels 25 punts en un escenari en què el tipus sobirà dels EUA es consolidi al voltant del 3,5%. Una reducció del CAPE, per definició, s'hauria de produir per un descens de la cotització borsària o per un augment dels beneficis empresarials. En aquest sentit, si tenim en compte que estimem a partir de l'any vinent una reducció del CAPE de 3 punts degut a la desaparició de l'efecte base de la Gran Recessió -de forma mecànica, cap a la meitat de l'any vinent, a mesura que aquests baixos beneficis passats es deixin d'incloure en la fórmula, la mitjana dels beneficis dels 10 últims anys augmentarà- i assumim que els beneficis empresarials continuaran creixent segons la mitjana dels dos últims anys, una reducció del CAPE fins als 25 punts requeriria una correcció borsària, aproximadament, del 12%. Més enllà de la importància d'interpretar aquesta xifra amb cautela, atesa l'eleva-

da incertesa que l'envolta, la magnitud d'aquesta reculada no és gens menyspreable, però queda força lluny de les correccions experimentades en altres períodes, en què el CAPE es va situar per damunt dels 30 punts (tant en el cas de la bombolla de les *puntcom* el 2000 com en el *crash* del 1929, els descensos van ser superiors al 30%). En qualsevol cas, amb els nivells actuals de CAPE, no sembla que es puguin esperar rendibilitats gaire altes en el futur, ja que l'experiència històrica suggereix que, en moments de CAPE elevada, com els registrats actualment, la rendibilitat esperada de la borsa nord-americana en els 10 següents anys se situa al voltant del 4% anual.

Gràfic 5. S%P 500: nivell de la CAPE i rendiments a llarg termini.

Rendiment a 10 anys anualitzat (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Robert J. Shiller i de Bloomberg.

3.2.

Riscos polítics: la paradoxa (aparent) de la cohabitació entre baixa volatilitat financera i creixent incertesa política

En els darrers anys una font creixent d'incertesa és la que deriva dels riscos geopolítics i polítics, dos fronts que solen afectar de forma considerable el funcionament macroeconòmic global, així com els mercats financers. Segons l'índex de riscos geopolítics desenvolupat per Caldara i Iacoviello, les tensions geopolítics han seguit una tendència a l'alça als

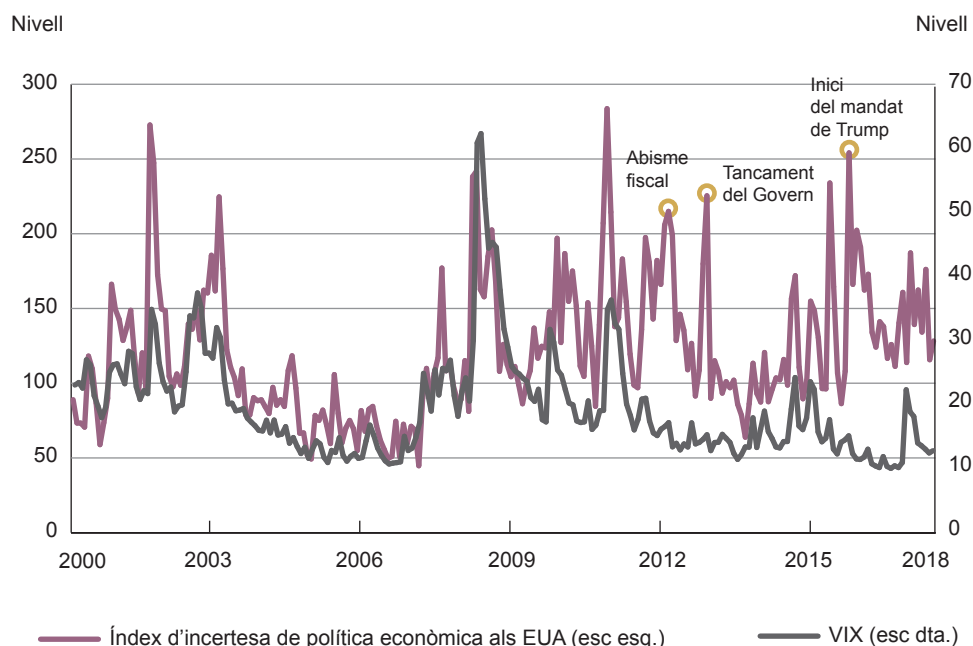
darrers anys.⁵ Aquest augment s'explica en bona part per l'auge dels moviments populistes als països occidentals, esperonats per les profundes cicatrius que va deixar la crisi econòmica de 2008. En general, els partits populistes advoquen per mesures de major protecció econòmica pels ciutadans del seu país⁶ (el lema “America first” ho exemplifica a la perfecció), fet que està donant lloc a una involució proteccionista que crea tensions en les relacions comercials i diplomàtiques a nivell internacional. Malgrat aquest augment dels riscos geopolítics, i de forma en aparença paradoxal, la volatilitat financera s'ha mantingut en nivells molt baixos durant força temps fins el 2018, quan s'han produït dos episodis de repunt sobtat i remarcable de la volatilitat. Aquests episodis, són un fet aïllat, o els hem d'entendre com un avís? Podem abaixar la guàrdia?

Per respondre la pregunta, és imprescindible analitzar amb cert deteniment els determinants de la volatilitat financera. L'indicador més utilitzat per mesurar la volatilitat financera de la borsa nord-americana és l'índex VIX, conegut popularment com l'“índex de la por”, que calcula la volatilitat implícita de les opcions sobre les accions que componen l'índex S&P 500. Com es pot observar al gràfic adjunt, la bretxa entre l'índex d'incertesa de política econòmica nord-americana i el VIX va assolir el màxim històric al gener de 2017, coincidint amb la presa de possessió de Donald Trump. Des d'aleshores, l'índex d'incertesa s'ha moderat però es manté en cotes relativament elevades.

5 El Geopolitical Risk Index comptabilitza el nombre de paraules relacionades amb les tensions i amb els actes geopolítics als principals diaris. Per a més detalls, vegeu <https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr.htm>. Sobre les relacions entre riscos geopolítics, política interna i involució proteccionista, vegeu Canals (2017).

6 Pel cas europeu, veure Guiso et al. (2017) on es construeix un índex de proteccionisme pels diferents partits, i es mostra que l'índex és un 34% superior a la mitjana pels partits populistes.

Gràfic 6. Índex VIX i incertesa política*



Nota: *Índex d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de la Reserva Federal de Saint Louis i de Thomson and Reuters.

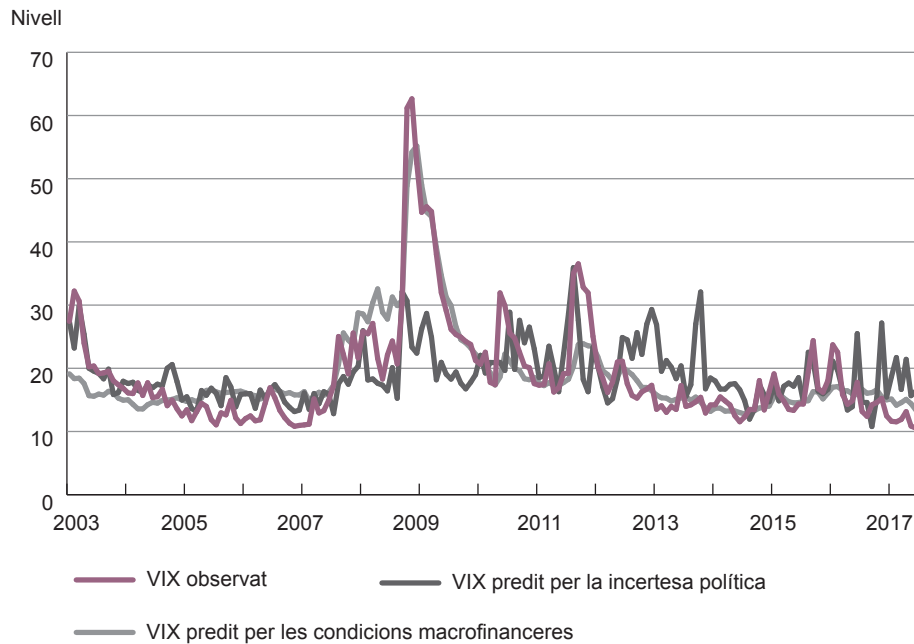
Per analitzar més formalment l'evolució de la relació entre la incertesa política i la volatilitat financera, comparem l'evolució al llarg del temps del VIX observat amb el VIX predit a partir de l'índex d'incertesa política i de les condicions econòmiques i financeres.⁷ Si realitzem aquest exercici, sembla a nivell visual que entre el 2003 i el 2007, el VIX predit per la incertesa política s'assemblava força al VIX observat, però, des del 2012, el VIX predit per les condicions macrofinanceres dibuixen una trajectòria molt més semblant a la del VIX observat. Per comprovar si això és així, separem la mostra en tres períodes, és a dir, del 2003 al 2007, del 2008 al 2011 i del 2012 al 2017, i estudiem el pes dels factors polítics, macroeconòmics i financers per explicar la volatilitat financera.⁸ Doncs bé, els resultats són ben clars: els factors polítics representaven el 74% de la variància explicada del VIX entre el 2003 i el 2007, però només el 12,5% entre el 2012 i el 2017, i el pes relatiu dels factors macroeconòmics i, en especial, financers ha estat més elevat entre el 2008 i el 2017 que

7 Les variables macroeconòmiques que incloem són l'índex de sentiment empresarial americà (ISM) i una mesura de volatilitat macroeconòmica global a partir de l'índex de sorpreses econòmiques del G-10. Mesurem les condicions financeres amb l'índex de la Reserva Federal de Chicago.

8 Formalment es planteja la regressió lineal: $VIX_t = \beta * IPE_t + \gamma * CM_t + \alpha * ICF_t + \varepsilon_t$. On IPE_t és el vector dels índexs d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis per als EUA i per al món, CM_t és el vector de variables macroeconòmiques detallades a la nota 7, i ICF_t és l'índex de condicions financeres. Finalment, ε_t és un terme d'error aleatori.

entre el 2003 i el 2007. També cal destacar el descens de la variància explicada del VIX en aquests últims anys: el poder explicatiu dels factors polítics i macrofinancers sobre el total era del 76% entre el 2003 i el 2007 i del 89% entre el 2008 i el 2011, però només del 47% entre el 2012 i el 2017, la qual cosa indica que, actualment, els factors aliens a la incertesa política, a les variables macroeconòmiques i a l'índex de condicions financeres expliquen un major percentatge de la variació del VIX.

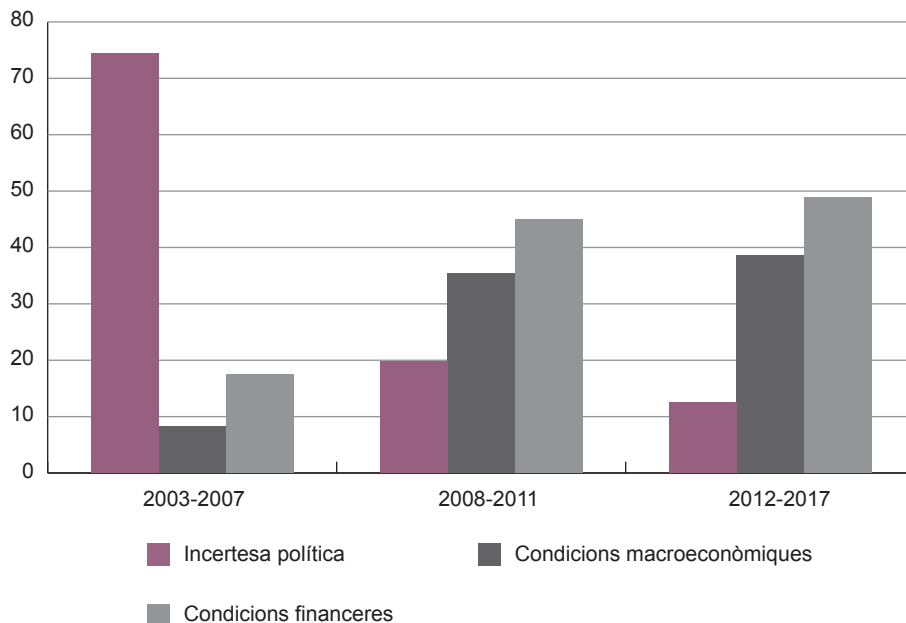
Gràfic 7. Índex VIX predit per factors polítics i macrofinancers



Font: CaixaBank Research.

Gràfic 8. Factors que expliquen l'índex VIX

Contribució de cada factor (% del total)



Nota: Els resultats s'obtenen a partir de l'especificació detallada a la nota 8. La variància explicada de la volatilitat financera mensual als EUA és del 76% entre el 2003 i el 2007, del 89% entre el 2008 i el 2011 i del 47% entre el 2012 i el 2017.

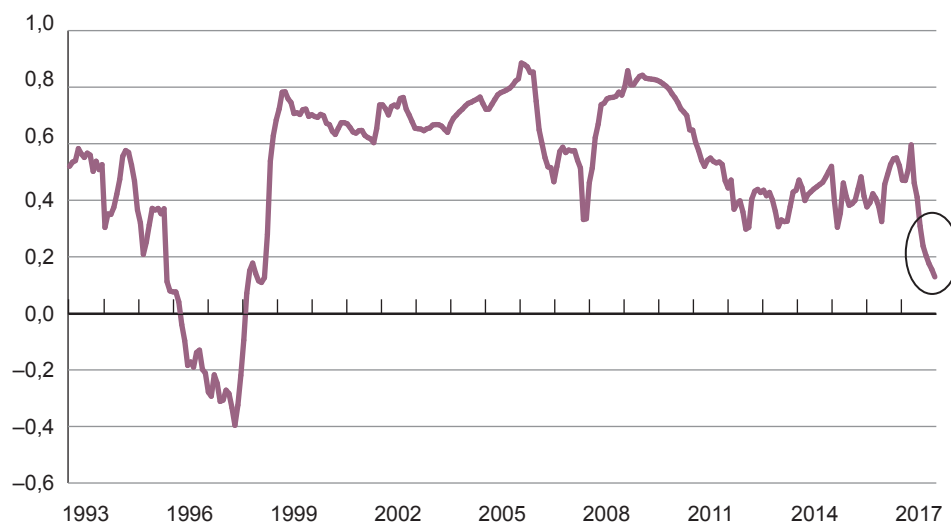
Font: CaixaBank Research.

Aquests resultats poden semblar sorprenents, però no ho són tant si es tenen en compte alguns elements. D'una banda, la incertesa política ha pogut perdre pes a l'hora d'explicar la volatilitat financera, ja que, com ho documenten els economistes de la Universitat de Chicago Pastor i Veronesi,⁹ ha disminuït la fiabilitat de la informació política i s'ha produït un augment de la dispersió dels missatges polítics. Així, la dificultat d'interpretar la informació política de forma nítida hauria empès els inversors a reaccionar en menor mesura als esdeveniments polítics malgrat l'augment de la incertesa.

9 Vegeu Pastor, L. i Veronesi, P. (2017).

Gràfic 9. Correlació entre l'índex VIX i la incertesa política als EUA

(Índex de correlació)



Nota: L'índex de correlació entre dues variables pren valors entre -1 i $+1$, i en mesura el grau de relació lineal; una correlació d' 1 correspon a una relació lineal positiva perfecta i una correlació de 0 correspon a una relació lineal nul·la. En aquest exercici, es calcula la correlació mòbil en els tres últims anys entre el VIX i l'índex d'incertesa de política econòmica dels EUA.

Font: Caixabank Research.

De l'altra, les variables financeres haurien pogut guanyar pes en relació amb els factors polítics durant el període 2008-2017 en relació amb el període 2003-2007, a causa de les polítiques monetàries no convencionals (recordem que el primer programa d'expansió quantitativa als EUA, el QE1, va arrencar al final del 2008). I és que els programes de compra massiva de bons de la Fed han augmentat la liquiditat del sistema financer, la qual cosa ha donat suport a l'augment del preu d'alguns actius financers i ha ajudat a disminuir els temors que es puguin produir descensos bruscos d'aquests preus, i han provocat, així, una caiguda de la volatilitat.¹⁰

A l'hora d'explicar la menor variància del VIX entre el 2012 i el 2017, sembla que també cal tenir en compte els elements macrofinancers i el major soroll de la informació política. En particular, l'auge recent dels fons de gestió passiva¹¹ pot haver estat un factor addicional, ja que aquests fons es limiten a replicar l'evolució d'un determinat índex i, per tant, redueixen el capital que es compra i es ven diàriament als mercats financers, la qual cosa podria estar mitigant la sensibilitat de la volatilitat financera a determinats vaivens macroeconòmics i financers.

¹⁰ Per a més detalls, vegeu Mallick, S., Mohanty, M. S. i Zampolli, F. (2017).

¹¹ La gestió passiva de carteres d'inversió és una estratègia d'inversió, en renda fixa o en renda variable, que busca replicar l'evolució d'un determinat índex. Als EUA, representa gairebé la meitat del capital gestionat pels fons d'inversió i el 14% del valor del mercat borsari.

En definitiva, tot i que el VIX s'ha mantingut recentment en nivells històricament baixos s'ha d'evitar caure en la complaença. De fet, els mateixos factors que ajuden a explicar el baix nivell actual del VIX poden, paradoxalment, implicar importants augments d'aquesta variable en el futur. Per començar, la fi dels programes d'expansió quantitativa podria provocar un ajust d'expectatives als mercats financers que generi un repunt de la volatilitat, especialment si es produeixen errades de comunicació a l'hora d'explicar els canvis de política monetària. De fet, ja vam tenir un primer símptoma d'aquestes dinàmiques al febrer de 2018 quan una combinació de dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa americana i unes expectatives majors de pujades de tipus per part de la Fed van provocar de forma temporal un repunt important de la volatilitat financera als EUA i correccions borsàries remarcables als principals parquets internacionals. El risc pels propers mesos és que davant de dades macroeconòmiques inesperades, com poden ser sorpreses a l'alça de la inflació,¹² la Fed hagi de normalitzar les condicions monetàries de forma més accelerada del previst, situació que podria pressionar els tipus a l'alça i generar nous episodis de repunts de la volatilitat i correccions borsàries. La importància dels fons de gestió passiva tampoc és un factor que ens permeti abaixar la guàrdia: aquestes estratègies poden implicar una major tolerància dels inversors envers certs desajustos en els preus dels actius financers. El risc aquí és que si es produeixen esdeveniments que provoquin una recalibració conjunta de les expectatives, els inversors es podrien adonar del *mispricing* de forma més brusca i sobtada, fet que generaria un rebot significatiu del VIX. Finalment, el soroll de la informació política pot tenir com a conseqüència indesitjable que no es presti tota la atenció que caldria a certs esdeveniments polítics importants. En el moment on hi hagi un ajust d'expectatives i els inversors comencin a filtrar aquests riscos de forma més neta, també es pot generar una reacció del VIX a l'alça. És important recalcar que aquesta reflexió va més enllà dels Estats Units i que la preocupació per futurs episodis de volatilitat financera també és escaient en el cas europeu. I és que a Europa la gradual retirada dels estímuls monetaris es produirà al llarg dels propers anys i la incertesa política és elevada amb un rerefons on destaquen els forts avenços de partits populistes i euroescèptics. Per tant, queda clar que a Europa també caldrà estar especialment amatents a l'evolució de la volatilitat financera.

4.

El context europeu

Tal i com es mencionava a l'inici de l'article, la major obertura de l'economia catalana fa que aquesta es trobi en una posició clarament favo-

¹² Una hipòtesi gens forassenyada tenint en compte la maduresa del cicle econòmic nord-americà.

nable per aprofitar l'impuls que genera la bona dinàmica exterior. Però també és cert que la major internacionalització la fa més sensible a canvis en l'entorn global i, com s'ha mencionat anteriorment, els riscos no són menors.

Per valorar tant les tendències positives com els riscos associats és necessari apropar el focus de l'anàlisi. En aquest sentit, es posa de manifest que l'escenari global presentat a la secció 2 és especialment favorable per Catalunya ja que l'eurozona, el principal soci comercial, seguirà creixent per sobre del seu potencial en els propers anys. Concretament, tot apunta a que el creixement de l'eurozona es situarà només lleugerament per sota del 2% el 2019 i el 2020, un ritme saludable encara que clarament inferior al 2,5% assolit el 2017, que va ser excepcionalment bo, i el 2,1% previst pel 2018.

Les perspectives econòmiques de l'eurozona compten amb el suport d'un elevat nivell de sincronia entre els diferents països del vell continent, el que dota de certa robustesa a l'actual cicle expansiu del nostre principal soci comercial.

En canvi, el tercer adjectiu que s'utilitzava per qualificar el cicle expansiu global, el de madur, és d'aplicació una mica més limitada en el cas europeu, ja que la seva economia presenta un *output gap* positiu però força reduït (0,3% el 2018, segons la Comissió Europea). De fet, això fa preveure que el marge per seguir creixent és encara ampli, i que les pressions inflacionistes es mantindran contingudes a curt i mig termini, el que permetrà que el Banc Central Europeu pugui dur a terme un procés de normalització de les condicions monetàries molt gradual. Aquest és un element especialment rellevant per l'economia catalana i, especialment, per aquelles famílies que encara no han pogut recuperar-se de la crisi econòmica, ja que tot apunta que podran seguir comptant amb unes condicions financeres relativament favorables.

Finalment, els aspectes de sostenibilitat abans mencionats també són d'aplicació al cas de l'eurozona. En aquest sentit, destaca la correcció dels dèficits per compte corrent que els països de la perifèria han dut a terme. Així mateix, el procés de despallanquejament del sector privat que alguns països havien de realitzar, com Espanya, ja es troba molt avançat.

Malgrat aquest escenari moderadament optimista, cal evitar la complença ja que els factors de risc continuen ben presents a nivell europeu. Els avenços a nivell institucional han estat molt substancials els darrers anys (Unió Bancària, Semestre Europeu,...). De totes maneres, l'arquitectura institucional de la UEM encara és incompleta i en el cas que es deteriorin les perspectives de creixement es podrien tornar a repetir episodis de tensions financeres, especialment als països de la perifèria, que és on els nivells de deute públic són més elevats i la confiança dels

inversors internacionals, tot i que s'ha recuperat molt notablement els darrers anys, segueix mostrant-se dubitativa.

Així mateix, l'auge del populisme segueix sent una de les principals fonts de preocupació, especialment davant de les eleccions al Parlament Europeu que es duran a terme el proper any. Altres fronts molt rellevants i que caldrà seguir-hi prestant la màxima atenció, ja que poden tornar a generar repunts d'incertesa, són les negociacions del *brexit* i els continus desafiaments de l'actual govern italià, fruit d'una coalició entre l'antisistema Moviment 5 Estrelles i l'ultra-dretà Lega, a la Unió Europea.

En aquest sentit, el populisme, tot i que només ha aconseguit el poder en un nombre molt limitat de països, en major o menor mesura ja està condicionant l'agenda política en un gran nombre de països europeus (per exemple, dificultant el procés de reformes que la UE necessita imperiosament). A més, no es pot menystenir la possibilitat de que la tendència a l'alça es mantingui els propers anys, amb conseqüències difícilment previsible. Així, les properes eleccions europees del mes de maig de 2019 suposaran un termòmetre immillorable per calibrar el grau de suport d'aquestes forces polítiques, en moltes ocasions de caire euroescèptic o directament euròfob, en el territori europeu.

Finalment, un tercer factor de risc a tenir present, es refereix a la política monetària. Tot i que la majoria de països europeus presenten taxes de creixement relativament elevades, no totes les economies es troben en el mateix punt del cicle econòmic. L'economia catalana es troba en l'estadi de consolidació de la fase expansiva i, per tant, és important que el Banc Central Europeu dugui a terme un procés de normalització de les condicions monetàries molt gradual. Però altres economies, com l'alemanya, es troben en una fase més avançada del cicle, per la qual cosa és probable que augmentin les pressions perquè el ritme d'enduriment monetari sigui més accelerat.

5. Conclusions

Catalunya, en definitiva, sembla que seguirà navegant per aigües que es poden considerar com a raonablement propícies. Les favorables perspectives de l'entorn global, són un motiu per seguir reforçant el procés d'internacionalització de l'economia catalana. El reforç de tots aquells àmbits que millorin la competitivitat de les empreses del país, tindrà un retorn encara més elevat els propers anys. En aquest sentit, la llista d'accions que es poden dur a terme segueix sent llarga tot i les millores dels darrers anys. Dur a terme polítiques que afavoreixin el creixement del mida empresarial, i un marc regulatori encara més àgil i modern i que permeti albirar un horitzó de certesa, només en són alguns exemples.

L'entorn global, i especialment el financer, també serà propici perquè es segueixin reduint alguns dels llasts de la crisi que l'economia catalana encara arrossega, com l'elevat deute públic. En aquest àmbit, cal triplificar els esforços per trobar eines que permetin equilibrar els comptes públics el més ràpid possible, minimitzant l'impacte sobre el creixement econòmic. L'empresa, se'ns dubte, segueix sense ser fàcil, però com s'ha comentat anteriorment, tot i que es preveu un entorn de tipus d'interès molt favorable, els riscos no són menors, i l'economia catalana segueix sent vulnerable a canvis de l'entorn financer.

Finalment, l'entorn global, també serà favorable perquè es segueixi reduint l'elevat nivell d'atur, que manté a moltes famílies en una situació molt precària i, al conjunt de la societat, amb nivells de desigualtat massa elevats. De totes maneres, la major integració en el mercat global, i el ràpid progrés tecnològic, fa imprescindible un redisseny, tant del marc laboral, com de les polítiques socials.¹³ Tampoc, en aquest àmbit, podem caure en la complaença. L'entorn econòmic està canviant ràpidament, i la política econòmica i social s'hi ha d'adaptar, com més ràpid, millor.

En definitiva, l'entorn global és suficientment favorable per seguir impulsant l'economia catalana i consolidar-la a la zona capdavantera del progrés mundial. Disposem de les eines, i tant la situació social, com l'alerta dels elevats riscos que rodegen l'escenari econòmic previst, són un fort incentiu per utilitzar-les. No deixem per demà, el que podem i hem de fer avui.

Bibliografia

CALDARA, D.; IACOVIELLO, M. Measuring Geopolitical Risk. Working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, novembre del 2017.

CANALS, C. "Riesgos en 2018: (geo)política y comercio internacional". Informe Mensual, núm. 418, desembre del 2017, p. 34-35.

FERNÁNDEZ, E. "PIB potencial i bretxa de producció: què mesuren i de què depenen?". Informe Mensual, núm. 368, maig del 2013, p. 32-33.

GUIISO, L.; HERRERA, H.; MORELLI, M.; SONNO, T. "Populism: Demand and Supply, CEPR Discussion Paper No. DP11871, novembre de 2017.

¹³ Per exemple, guanyen pes les relacions laborals en què sol haver-hi una menor cobertura social, com en el cas dels treballadors autònoms, dels contractes a temps parcial, dels contractes temporals i d'altres relacions laborals atípiques que es produeixen en l'anomenada economia *gig*.

MALLICK, S.; MOHANTY, M.; ZAMPOLLI, F. “Market volatility, monetary policy and the term premium”. BIS Working Paper, gener del 2017.

PASTOR, L.; VERONESI, P. “Explaining the puzzle of high policy uncertainty and low market volatility”. VOX Column, 25 de maig de 2017.