

# Cap on van els tipus? Perspectives i condicionaments de l'interès

Ferran Sicart, *cap de l'Àrea de Tresoreria i Mercat de Capitals de Caixa de Catalunya*

## Abstract

*Due to the many factors influencing their evolution, it is very difficult to determine where interest rates are heading. Current levels are very low in the historical context, especially in the US, so further reductions appear unlikely. In Europe interest rates are conditioned by the requirements of the stability pact so the European Central Bank will probably not reduce them any further.*

## Resum

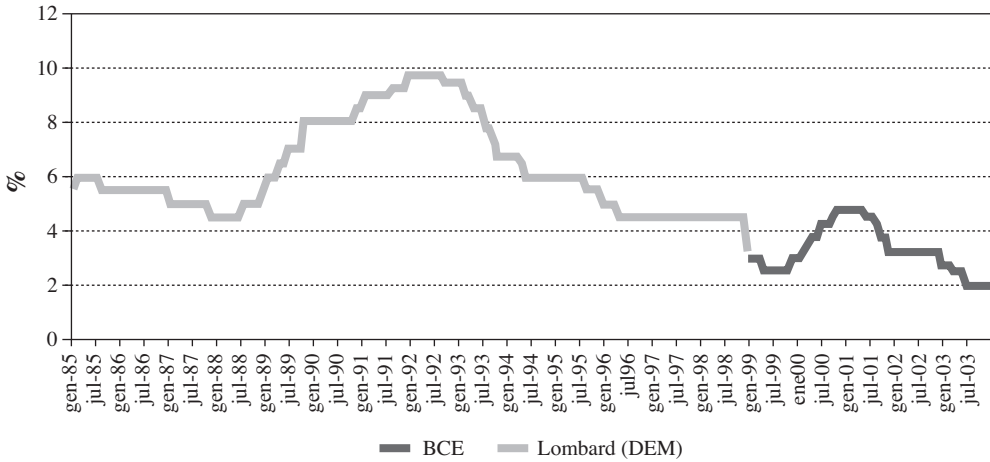
*És molt difícil saber quins valors màxims poden assolir les taxes d'interès, ja que són molts els que hi influeixen. Els actuals nivells són molt baixos tenint en compte el context històric, especialment als Estats Units, on fortes reduccions semblen poc probables. D'altra banda, a Europa les taxes d'interès estan condicionades pels requeriments del pacte d'estabilitat. No obstant això, el Banc Central Europeu no sembla que tingui intenció de reduir-los.*

## Condicionants de la política monetària

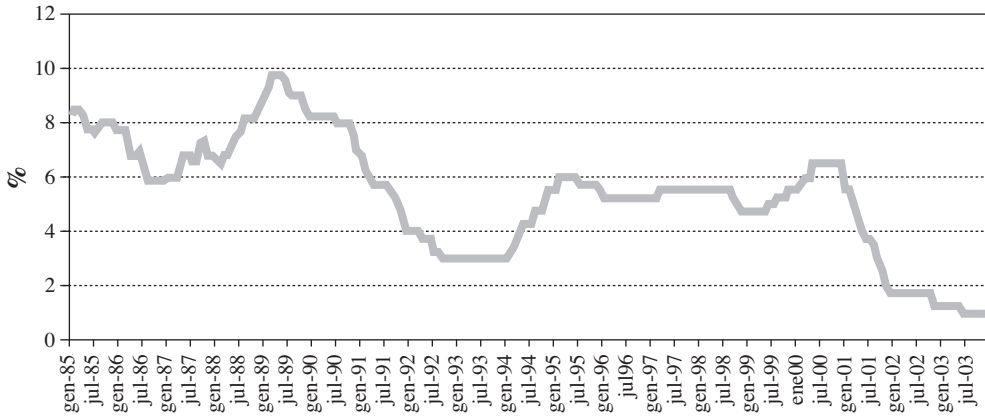
La pregunta: cap on van els tipus d'interès? és de molt difícil resposta, ja que la seva evolució acaba depenent de múltiples circumstàncies. El seu nivell molt baix, en comparació històrica, especialment als Estats Units fa poc creïble una evolució a la baixa. A Europa és un condicionament important per al futur l'incompliment del pacte d'estabilitat, l'increment del dèficit públic, que probablement portarà el Banc Central Europeu (BCE) a témer els efectes d'una posterior baixada de tipus i a no realitzar-la.

Sobre l'evolució dels tipus d'interès en el mercat, cal tenir present que aquests depenen de dos eixos clarament diferenciats. En primer terme, la situació del mercat, és a dir, l'oferta i la demanda de fons pel que fa a l'activitat econòmica, les necessitats de finançament de les empreses, del govern i de les famílies. En segon terme —i no és que sigui menys important—, l'actuació de les autoritats monetàries a través de les mesures que poden aplicar per a influir sobre els tipus d'interès i sobre la quantitat de diner en circulació. Cal tenir present, però, que la capacitat d'actuació de la política monetària es concentra en els tipus a més curt termini i no en els tipus a llarg termini, que resulten definits per les expectatives del mercat.

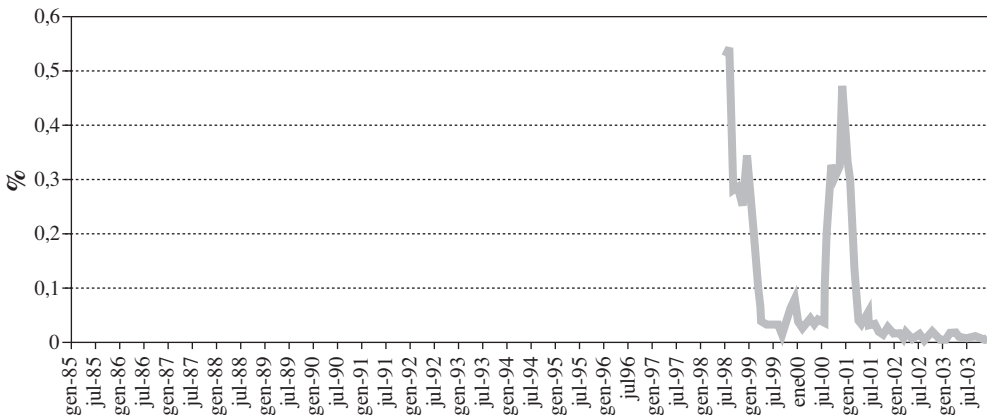
### Tipus d'intervenció euro



### Tipus d'intervenció USD



### Tipus d'intervenció JPY

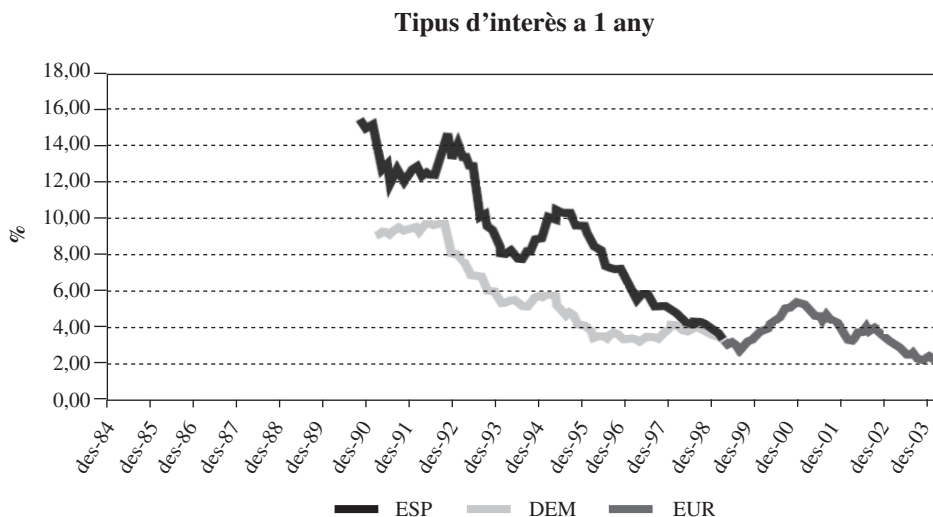


D'altra banda, els objectius que els bancs centrals —agents de la política monetària— tenen a cada país depenen del mandat que han rebut com a autoritats monetàries. Així en el cas del Banc Central Europeu, l'objectiu primordial que els estatuts del Sistema Europeu de Bancs Centrals i del Banc Central Europeu estableixen és l'estabilitat de preus. Això ha de portar, doncs, a una actuació totalment condicionada al servei d'aquest objectiu.

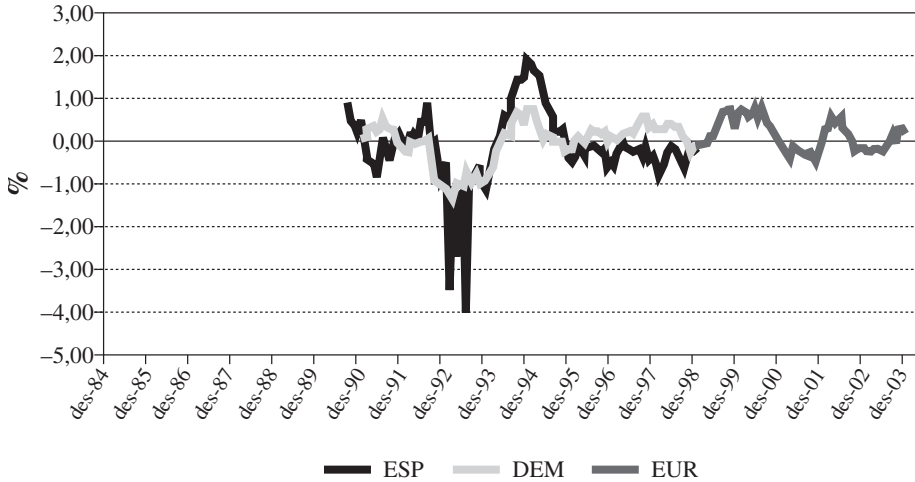
Els objectius dels altres dos bancs centrals més rellevants en el context mundial tenen una definició més àmplia. Així, en la regulació de la Reserva Federal nord-americana (*Federal Reserve Act*) es defineix que la política monetària s'ha d'ajustar per a aconseguir que l'economia assolixi l'objectiu de la màxima ocupació, l'estabilitat de preus i la moderació dels tipus d'interès a llarg termini. Pel que fa al Banc del Japó, la definició de la seva actuació va orientada a contribuir a l'estabilitat de l'economia com un tot. Òbviament aquestes definicions suposen reaccions diferents davant de la situació econòmica en cada context econòmic.

## Nivell dels tipus a curt termini

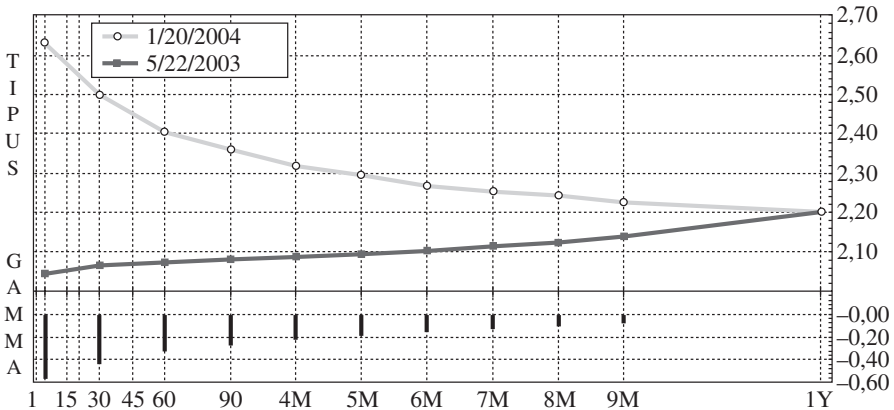
El nivell dels tipus a curt termini ens mostra una baixa generalitzada en totes les economies. En el cas europeu, l'euro ha portat una homogeneïtzació respecte de la situació anterior al 1999.



**Pendent de la corba**  
(tipus a 12 mesos - tipus a 1 mes)

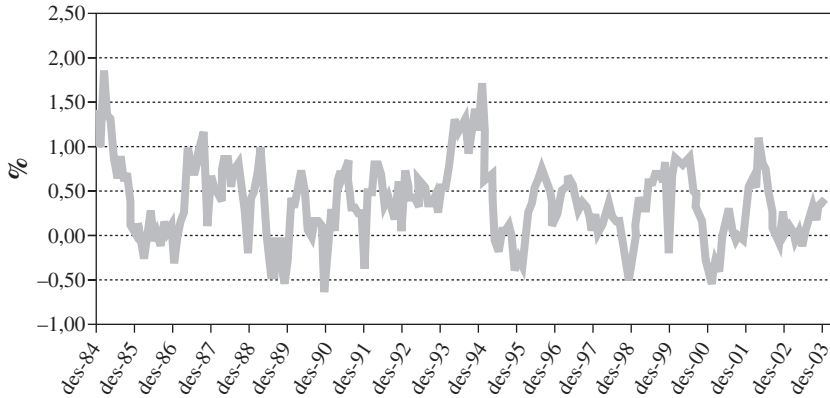


**Canvis del mercat únic**

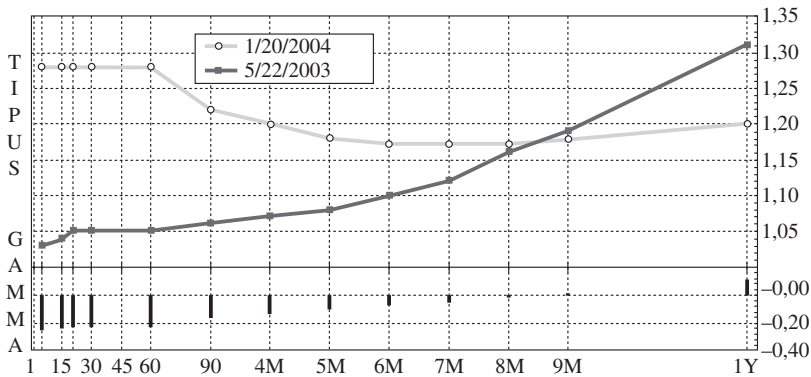


Per exemple, tot i que la tendència sigui semblant, els tipus d'interès de la pesseta vénen d'un nivell molt més elevat en la dècada passada. La diferència entre les dues corbes mostra el *pendent* dels tipus d'interès entre el termini d'un mes i el d'un any que, quan és fortament positiu, mostra una tendència a l'alça dels tipus i, quan és negatiu, mostra una tendència a la baixa. L'evolució entre mitjan 2003 i començament del 2004 mostra una coincidència en els tipus a 1 any, amb una baixada en els tipus a més curt termini.

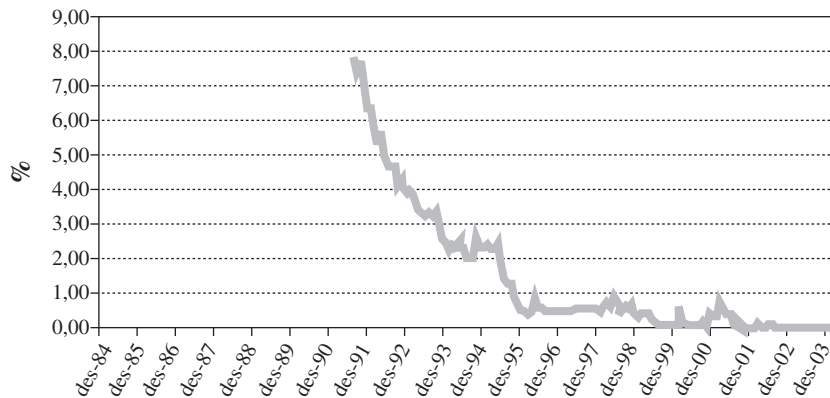
### Pendent de la corba (USD) (tipus a 12 mesos - tipus a 1 mes)



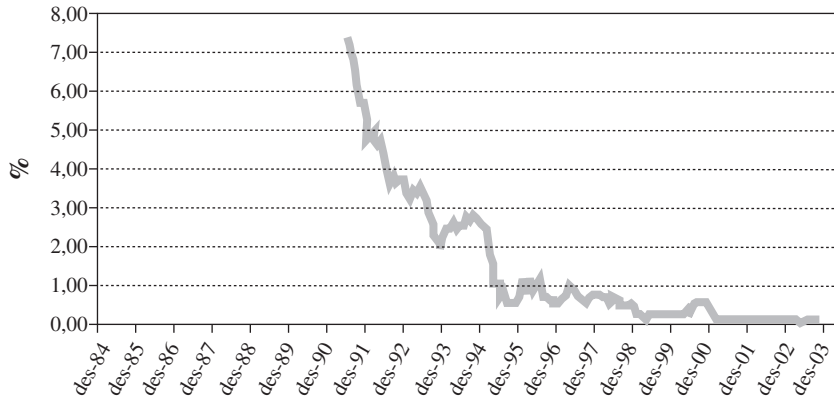
### Canvis del mercat únic



### Tipus d'interès a 1 mes (JPY)

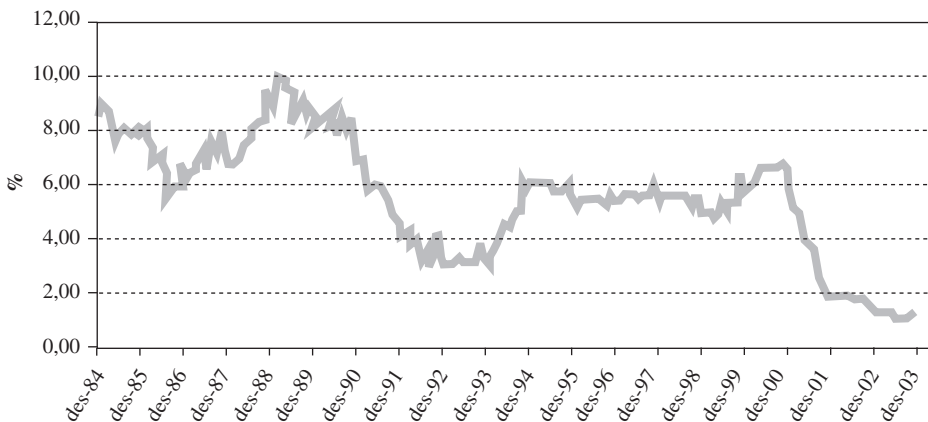


### Tipus d'interès a 1 any (JPY)

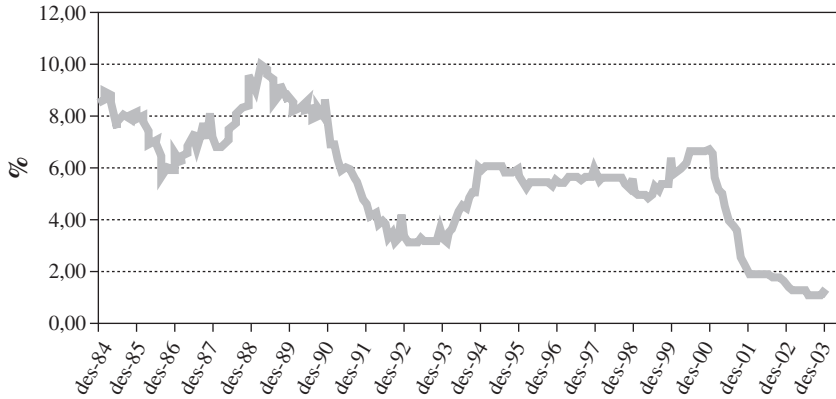


El cas del ien japonès mostra la situació de tipus més baixos, mantinguda d'una manera molt consistent i amb una tendència d'estabilitat que confirma el mateix pendent de la corba. Els canvis en aquest pendent són poc rellevants. Pel que fa a la situació del dòlar, el nivell absolut dels tipus d'interès marca clarament una situació de mínims, si bé en els darrers temps la corba comença a tenir un pendent positiu, que indica una tendència futura a l'alça. En el cas de l'USD, el canvi en el pendent de la corba entre mitjan 2003 i començament del 2004 mostra una situació de corba més positiva en aquest darrer període, a l'espera d'una pujada de tipus sobre el nivell actual.

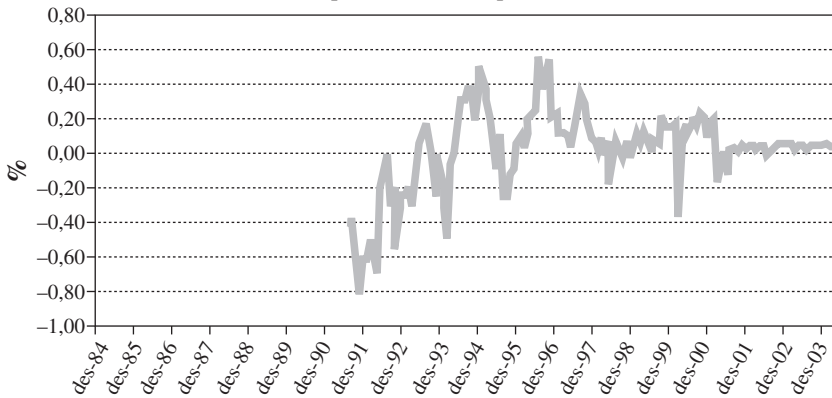
### Tipus d'interès a 1 mes (USD)



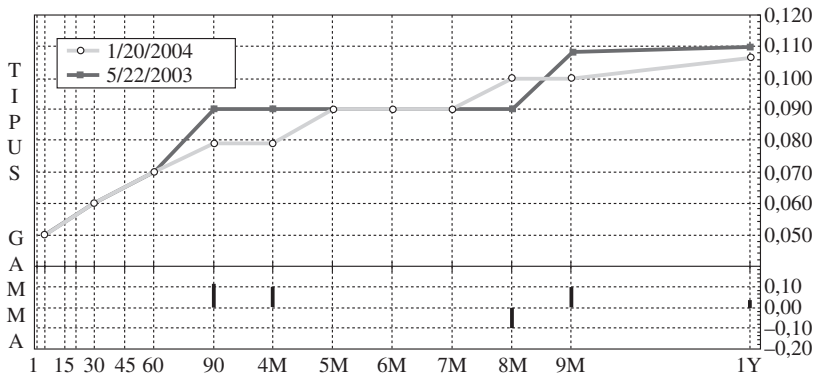
### Tipus d'interès a 1 mes (USD)



### Pendent de la corba (USD) (tipus a 12 mesos - tipus a 1 mes)



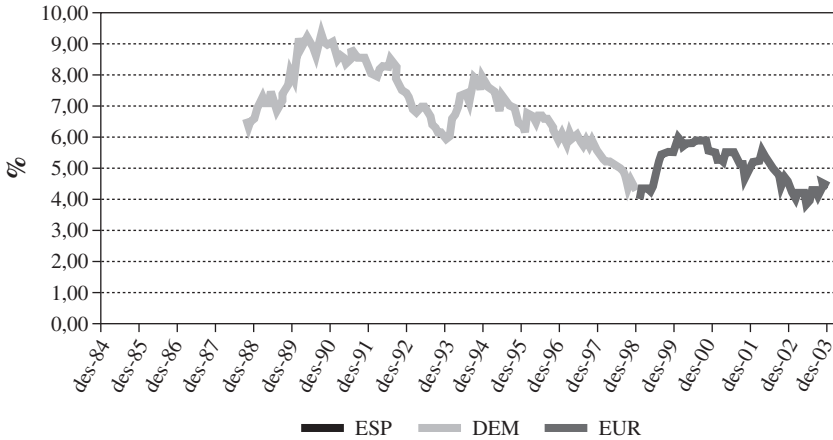
### Canvis del mercat únic



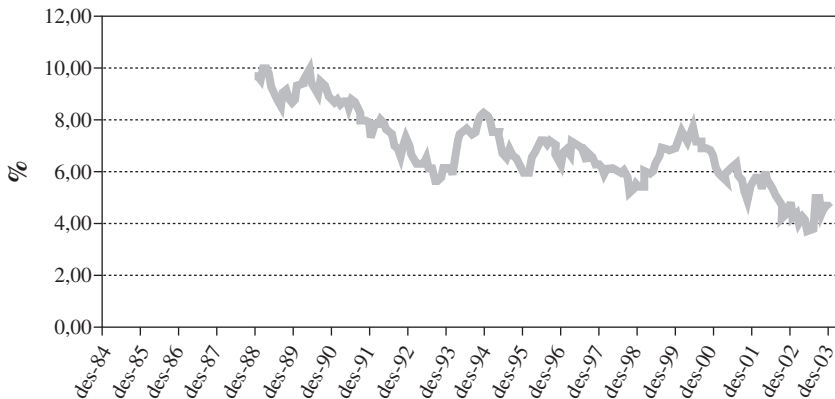
## Nivell dels tipus a llarg termini

L'indicador utilitzat habitualment per a l'avaluació dels tipus a llarg termini és el tipus del *swap* de tipus d'interès a 10 anys, que representa el tipus de pagament fix al termini indicat. Pel que fa al nivell actual d'aquest tipus, és també reduït respecte de la seva evolució històrica, si bé el seu nivell absolut —al voltant del 4,50 % tant per a l'euro com per a l'USD i de l'1,50 % per al JPY— representa una tendència a l'alça dels tipus de mercat respecte del seu nivell actual.

### Tipus d'interès *swap* a 10 anys

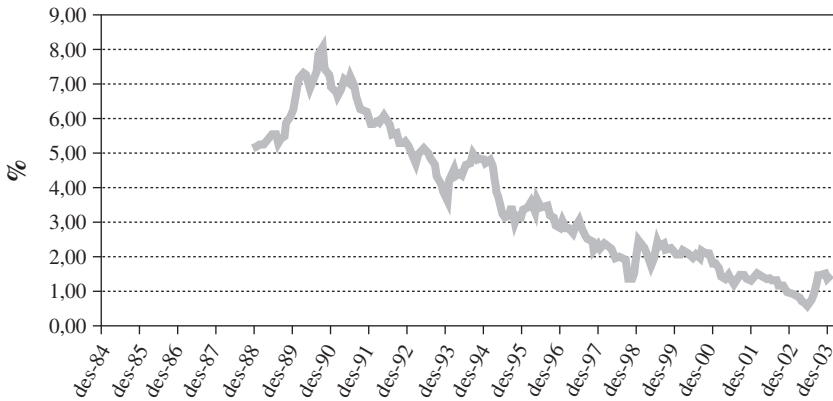


### Tipus d'interès *swap* a 10 anys (USD)





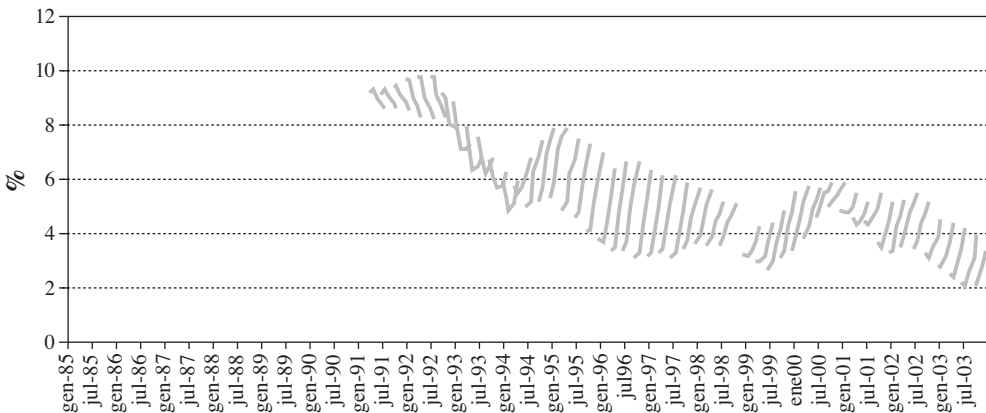
## Tipus d'interès swap a 10 anys (USD)



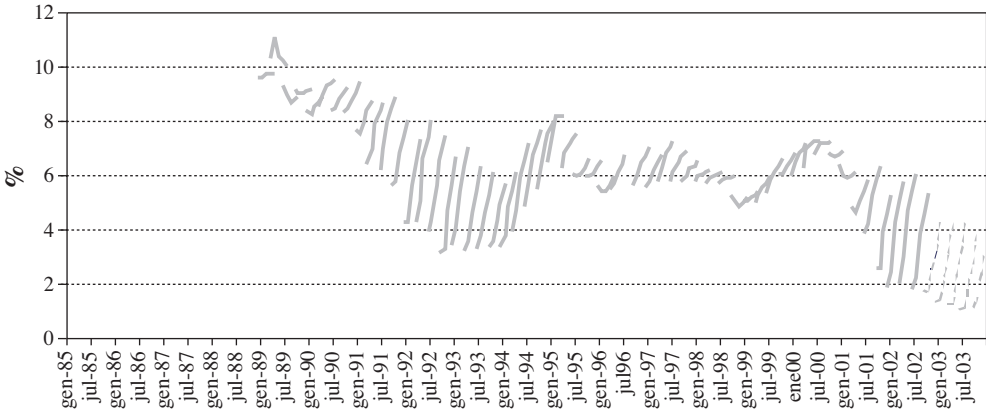
## Pendent de la corba de tipus d'interès

L'evolució del pendent de la corba de tipus d'interès ens proporciona informació sobre la tendència dels tipus d'interès en diverses situacions. Les corbes reproduïdes a continuació per a cadascuna de les tres divises que estem analitzant ens mostren el pendent que formen en diferents moments els nivells dels tipus d'interès als terminis de tres mesos, dotze mesos, tres anys, cinc anys i deu anys. D'això esperem que aquestes corbes tenen actualment pendent positiu, com l'han tingut normalment al llarg del temps, i només excepcionalment ha estat negatiu, com en el període entre 1991 i mitjan 1994 per a l'euro.

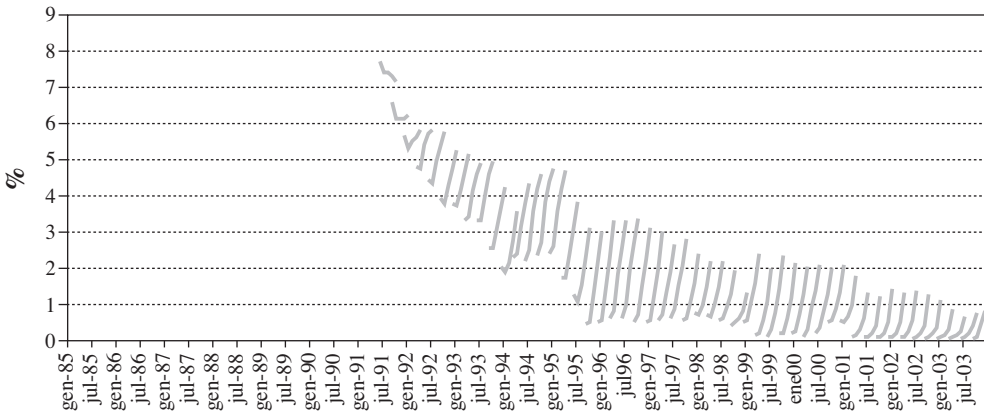
## Pendent de la corba: euro



### Pendent de la corba: USD



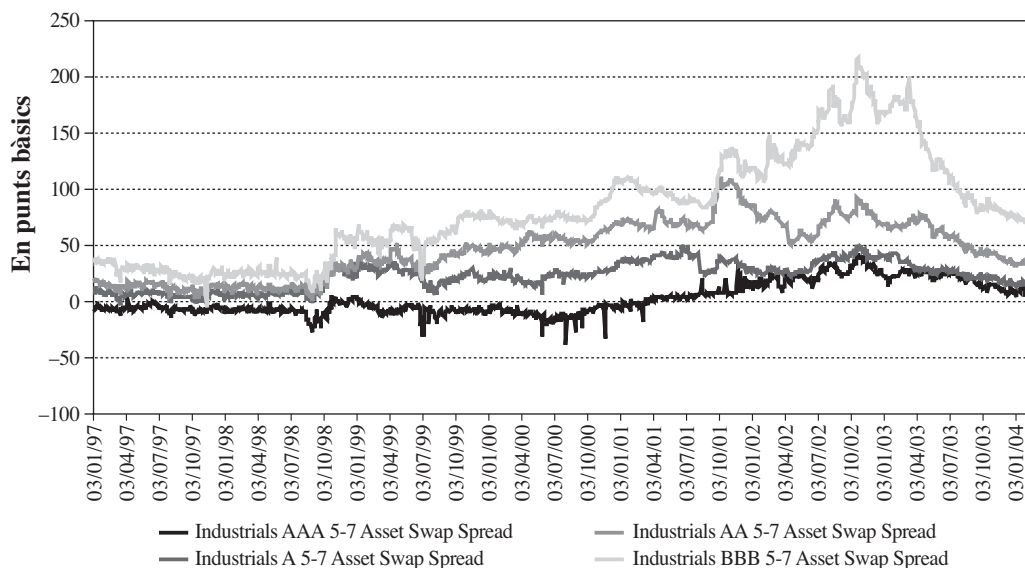
### Pendent de la corba: JPY



## El cost del finançament per a les empreses

El nivell absolut dels tipus d'interès és només un element del cost financer per a les empreses. De fet, als tipus de mercat (euríbor, líbor o tíbor) s'afegeix un cost en forma de *spread* que depèn del nivell de *rating* de les companyies, és a dir, de la seva qualitat creditícia. El punt que cal remarcar aquí és que el nivell dels *spreads*, després d'haver augmentat considerablement al llarg de l'any 2002 i començament del 2003, ha experimentat, posteriorment, una considerable davallada, que abarateix el cost de finançament. El quadre adjunt reproduïx l'evolució dels *spreads* indicats des de l'inici de 1997 fins a l'actualitat.

### Spreads dels diferents nivells de ratings



### Els tipus d'interès implícits i la previsió dels tipus d'interès

Les corbes dels tipus d'interès que es cotitzen al mercat en cada moment incorporen les expectatives dels operadors sobre l'evolució futura dels tipus d'interès. Així, podem deduir del nivell dels tipus d'interès a 3 mesos i a 6 mesos quin és el tipus d'interès implícit a 3 mesos per a d'aquí a tres mesos. Aquests tipus implícits es poden obtenir també del mercat de futurs a curt termini (90 dies) i són els que es reproduïxen a continuació.

#### EURO (LIFFE) 20/01/04 12:37

Data inici	3 mesos		6 mesos		9 mesos		12 mesos	
	bid	ask	bid	ask	bid	ask	bid	ask
Comptat	2,050	2,100	2,030	2,090	2,090	2,150	2,160	2,190
15/03/2004	2,050	2,055	2,075	2,080	2,136	2,143	2,228	2,235
14/06/2004	2,090	2,095	2,168	2,176	2,276	2,283	2,392	2,399
13/09/2004	2,235	2,245	2,357	2,364	2,480	2,487	2,610	2,616
13/12/2004	2,465	2,470	2,588	2,593	2,720	2,725	2,850	2,855
14/03/2005	2,695	2,700	2,830	2,835	2,960	2,965	3,084	3,089
13/06/2005	2,945	2,950	3,072	3,077	3,192	3,197	3,297	3,304
19/09/2005	3,175	3,180	3,291	3,296	3,390	3,397	3,486	3,496
19/12/2005	3,380	3,385	3,470	3,477	3,561	3,573	3,653	3,667

**YEN (Tokyo International Financial Futures Exchange) 20/01/04 2:37**

<i>Data inici</i>	<i>3 mesos</i>		<i>6 mesos</i>		<i>9 mesos</i>		<i>12 mesos</i>	
	<i>bid</i>	<i>ask</i>	<i>bid</i>	<i>ask</i>	<i>bid</i>	<i>ask</i>	<i>bid</i>	<i>ask</i>
Comptat	-0,080	-0,050	-0,060	-0,030	-0,030	0,020	-0,030	0,040
16/03/2004	0,085	0,090	0,085	0,090	0,093	0,098	0,105	0,110
15/06/2004	0,085	0,090	0,098	0,103	0,112	0,117	0,141	0,146
14/09/2004	0,110	0,115	0,125	0,130	0,160	0,165		0,201
14/12/2004	0,140	0,145	0,185	0,190		0,230		0,369
15/03/2005	0,230	0,235		0,373		0,320		
14/06/2005		0,310		0,363		0,414		
20/09/2005	0,390	0,415		0,465				
20/12/2005		0,515						

El resum de les previsions del mercat és, doncs, una situació d'estabilitat en els tipus d'interès per al període immediat i una tendència posterior a l'alça, que és més accentuada en el cas de l'USD.

**USD (Chicago Mercantile Exchange) 20/01/04 12:37**

<i>Data inici</i>	<i>3 mesos</i>		<i>6 mesos</i>		<i>9 mesos</i>		<i>12 mesos</i>	
	<i>bid</i>	<i>ask</i>	<i>bid</i>	<i>ask</i>	<i>bid</i>	<i>ask</i>	<i>bid</i>	<i>ask</i>
Comptat	1,050	1,070	1,100	1,110	1,180	1,210	1,300	1,330
15/03/2004	1,160	1,165	1,219	1,224	1,328	1,333	1,475	1,481
14/06/2004	1,275	1,280	1,407	1,412	1,576	1,581	1,765	1,770
13/09/2004	1,535	1,540	1,721	1,726	1,922	1,927	2,129	2,134
13/12/2004	1,900	1,905	2,108	2,113	2,318	2,323	2,516	2,521
14/03/2005	2,305	2,310	2,515	2,520	2,708	2,713	2,886	2,891
13/06/2005	2,710	2,715	2,893	2,898	3,061	3,066	3,222	3,206
19/09/2005	3,055	3,060	3,215	3,220	3,370	3,348	3,508	3,486
19/12/2005	3,350	3,355	3,500	3,465	3,631	3,600	3,759	3,730

Un darrer element de reflexió és el grau de compliment que resulta de les previsions deduïdes dels tipus de mercat. En el quadre reproduït més endavant es pot veure que l'evolució real dels tipus d'interès (en aquest cas a 3 mesos) és sensiblement diferent (és el traç gruixut) del que preveïen les corbes de tipus implícits en cada moment (són les corbes en traç més fi que tenen l'origen en successius punts de la corba). Tot i aquesta diferència, que ens vindria a dir que la previsió que fan els tipus implícits no és confirmada, sovint, per la realitat posterior, els tipus implícits —o els del mercat de futurs— són líquids, i es poden fer operacions en els nivells que aquests indiquen.

### Tipus d'interès euro a 3 mesos

