FOCUS · La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària

Al desembre del 2015, la Fed va iniciar un procés d'enduriment gradual de la política monetària, que acumula cinc augments del tipus de referència (als quals probablement se sumarà un nou increment aquest març), i l'inici de la reducció del seu balanç. Tradicionalment, l'enduriment de la política monetària es transmet a l'activitat econòmica a través del seu efecte sobre l'univers d'actius financers i el conseqüent enduriment de les anomenades condicions financeres (vegeu el primer gràfic). No obstant això, en el cicle actual, les condicions financeres es mantenen en nivells molt acomodaticis (vegeu el segon gràfic).

Els economistes es refereixen a les «condicions financeres» com l'estat actual de les variables financeres que influencien avui el comportament de les empreses, dels consumidors, dels estalviadors i dels inversors i que, d'aquesta manera, afecten l'estat futur de l'activitat econòmica.[1] Els anomenats índexs de condicions financeres (ICF) resumeixen el comportament de les cotitzacions financeres i ens ofereixen un «termòmetre» per als mercats financers: és a dir, ens donen la informació sobre l'estat futur de l'economia que contenen avui les variables financeres. Així, els ICF acostumen a incloure variables que afecten el cost del capital i les decisions d'inversió, com els tipus d'interès (sobirans i corporatius) i les mesures del risc creditici. A més a més, també són rellevants les variables que incideixen sobre la riquesa de les famílies i, per tant, sobre les seves decisions de consum i d'estalvi, com les valoracions borsàries, els preus immobiliaris o els tipus d'interès sobre el crèdit al consum. Finalment, atesa l'existència de friccions creditícies, és important monitoritzar la incertesa, amb variables que capturin la volatilitat dels preus dels actius i unes altres que proporcionin informació sobre les condicions de liquiditat.

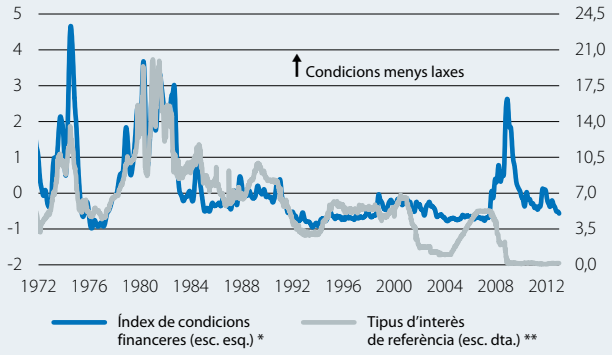
Als EUA, un dels «termòmetres» financers de referència és l'índex de condicions financeres elaborat per la Reserva Federal de Chicago, l'anomenat NFCI.[2] Per entendre per què l'NFCI, igual que altres ICF alternatius, indica que les condicions financeres s'han mantingut en un terreny molt acomodatici malgrat l'enduriment monetari de la Fed, cal analitzar-ne amb detall els components. L'NFCI comprèn 105 indicadors d'actius financers molt diversos, entre els quals destaquen els del mercat monetari, la renda variable i la renda fixa, així com variables sobre el sistema bancari tradicional i l'anomenat *shadow banking*. Els 105 indicadors es classifiquen en tres grans grups: i) indicadors de risc, que capturen la volatilitat i el risc de finançament, com el diferencial TED (el diferencial entre el tipus d'interès interbancari a tres mesos i el tipus d'interès sobirà al mateix venciment) i l'índex de volatilitat borsària VIX; ii) indicadors de crèdit, que mesuren les condicions creditícies a les quals s'enfronten les famílies i les empreses, i, finalment, iii) indicadors de palanquejament, com les noves emissions de deute corporatiu.

Després d'agregar aquestes 105 variables, l'NFCI pren valors negatius quan les condicions financeres són acomodatícies i pren valors positius quan els indicadors reflecteixen unes condicions més severes (sempre en relació amb la mitjana històrica des del 1971). En general, l'índex augmenta amb els indicadors de risc i disminueix amb els indicadors de crèdit i de palanquejament. Per exemple, un augment del diferencial TED apunta a un increment del risc creditici al mercat interbancari i, per tant, suggereix un enduriment de les condicions financeres. En canvi, un augment del nombre de famílies que indiquen unes millors condicions d'accés al crèdit al consum reflecteix una major laxitud financera.

A més a més, l'estat de la macroeconomia és un determinant clau de les condicions financeres: quan l'activitat és pròspera, les bones perspectives de creixement econòmic

EUA: política monetària i condicions financeres, 1972-2000

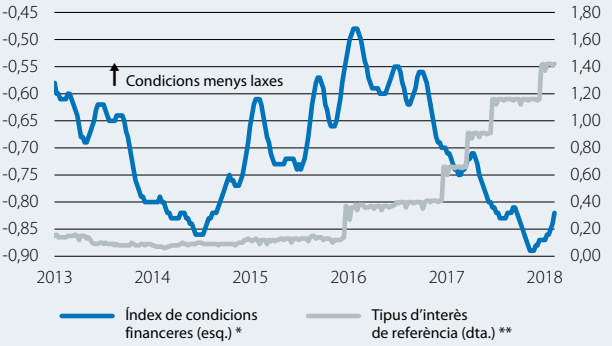
Índex (0 = mitjana 1971-2018) *(%)*



Notes: ** Índex nacional de condicions financeres, elaborat per la Reserva Federal de Chicago.* ** Effective fed funds rate.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de St. Louis.*

EUA: política monetària i condicions financeres, 2013-2018

Índex (0 = mitjana 1971-2018) *(%)*

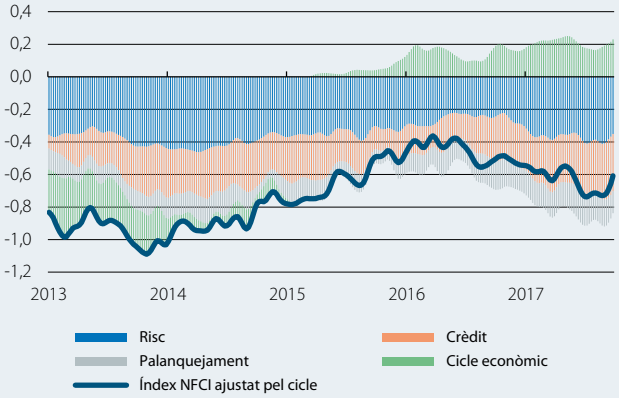


Notes: ** Índex nacional de condicions financeres, elaborat per la Reserva Federal de Chicago.* ** Effective fed funds rate.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de St. Louis.*

1. Vegeu Hatzius, J. *et al.* (2010), «Financial Conditions Indexes: a Fresh Look after the Financial Crisis», NBER Working Paper.
2. De l'anglès, National Financial Conditions Index (índex nacional de condicions financeres).

EUA: contribucions a les condicions financeres

Índex (0 = mitjana 1971-2018)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.*

redueixen el risc, milloren la qualitat del crèdit, faciliten l'emissió de deute corporatiu, etc. Per aquest motiu, la Reserva Federal de Chicago també publica un índex de condicions financeres ajustat per l'estat de l'economia: l'ANFCI,[3] que mesura les condicions financeres com si la posició cíclica de l'economia fos sempre la mateixa. Com ho mostra el tercer gràfic, en què se separen els components financers (risc, crèdit i palanquejament) de la contribució del cicle econòmic, en els últims anys el bon to de l'activitat econòmica contribueix a mantenir unes condicions financeres acomodatícies: si no descomptéssim la contribució de la macroeconomia, l'ANFCI se situaria lleugerament per sota del –0,80, un valor molt més acomodatici que el –0,61 en què, en realitat, es troba.

Més enllà dels vents de cua que proporciona el bon funcionament de l'economia, tant l'NFCI com l'ANFCI indiquen que les condicions financeres es mantenen en un terreny molt acomodatici malgrat l'enduriment de la política monetària de la Fed. A més a més, com ho mostra el tercer gràfic, tant els indicadors de risc com els de crèdit i els de palanquejament contribueixen a aquestes condicions laxes. Per entendre millor aquesta dinàmica, analitzem quines de les 105 variables s'han tornat més i menys acomodatícies entre el juliol del 2016 i el desembre del 2017, quan les condicions financeres es van endinsar en un terreny encara més acomodatici. Malgrat que 50 de les 105 variables es van tornar menys laxes, el seu grau d'enduriment va ser molt petit: com ho mostra el quart gràfic, el seu enduriment només hauria provocat un augment de 0,06 punts de l'índex. A més a més, al voltant del 50% d'aquest augment es concentra únicament en tres variables (diferencials de tipus d'interès a curt termini als mercats monetaris), que, de tota manera, romanen en una zona laxa. En canvi, l'índex agregat (net del cicle macroeconòmic) es va reduir en –0,36 punts, gràcies, en especial, a una major compressió dels diferencials de tipus d'interès (hipotecari, CDS, deute corporatiu, etc.) i a una menor volatilitat de la renda variable (índex VIX) i fixa (índex MOVE).

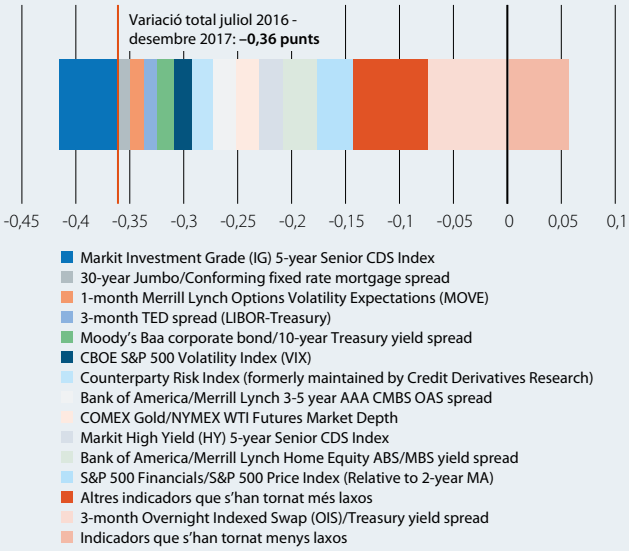
3. De l'anglès, Adjusted National Financial Conditions Index (índex nacional ajustat de condicions financeres).

Finalment, podem realitzar un exercici semblant per analitzar les correccions borsàries del final de gener i començament de febrer d'enguany. Els indicadors suggereixen que, en aquestes setmanes, les condicions financeres es van deteriorar lleugerament, amb un augment de l'ANFCI (exclòs el component cíclic de l'economia) de 0,08 punts, que es pot atribuir, gairebé de manera exclusiva, a dos indicadors: la major volatilitat de les borses i un deteriorament de la liquiditat al mercat d'opcions relatives a futurs sobre l'índex borsari nord-americà S&P 500. Així, la majoria de variables financeres es van mantenir en terreny molt acomodatici, la qual cosa suggereix que les correccions borsàries van ser un episodi contingut i que no es va filtrar per altres mercats ni va provocar un moviment generalitzat d'aversió al risc que endurís de manera molt significativa les condicions financeres agregades.

En conclusió, el bon moment cíclic de l'economia dóna suport al manteniment d'unes condicions financeres molt acomodatícies. A això també pot haver contribuït la gradualitat i la predictibilitat amb què ha procedit la Fed a l'hora d'endurir la política monetària, així com el manteniment d'estímuls monetaris molt significatius en altres jurisdiccions, com Europa i el Japó, que faciliten un entorn de baixa volatilitat i de diferencials crediticis comprimits.[4] L'enduriment de la política monetària de la Fed s'ha començat a notar en els actius financers de venciments curts, de manera que la continuïtat de les pujades de tipus, juntament amb un menor estímul monetari a Europa, contribuirà a normalitzar les condicions financeres en els propers trimestres.

EUA: canvi en les condicions financeres (del juliol del 2016 al desembre del 2017) *

Punts de l'índex (0 = mitjana 1971-2018)



Nota: ** Condicions netes del cicle econòmic.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.*

4. Vegeu «A paradoxical tightening?», BIS Quarterly Review, desembre del 2017.