

FOCUS · La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria

En diciembre de 2015, la Fed inició un proceso de endurecimiento gradual de la política monetaria que acumula cinco aumentos del tipo de referencia (a los que probablemente se les sumará un nuevo incremento este marzo) y el inicio de la reducción de su balance. Tradicionalmente, el endurecimiento de la política monetaria se transmite a la actividad económica a través de su efecto sobre el universo de activos financieros y el consiguiente endurecimiento de las llamadas condiciones financieras (véase el primer gráfico). Sin embargo, en el ciclo actual, las condiciones financieras se mantienen en niveles muy acomodaticios (véase el segundo gráfico).

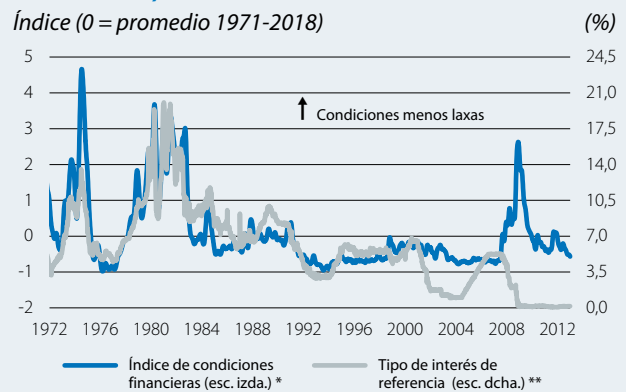
Los economistas se refieren a las «condiciones financieras» como el estado actual de aquellas variables financieras que influyen hoy el comportamiento de empresas, consumidores, ahorradores e inversores y, de este modo, afectan al estado futuro de la actividad económica.¹ Los llamados índices de condiciones financieras (ICF) resumen el comportamiento de las cotizaciones financieras y nos ofrecen un «termómetro» para los mercados financieros: es decir, nos dan la información sobre el estado futuro de la economía que contienen hoy las variables financieras. Así, los ICF acostumbran a incluir variables que afectan al coste del capital y las decisiones de inversión, como los tipos de interés (soberanos y corporativos) y medidas del riesgo crediticio. Además, también son relevantes aquellas variables que inciden sobre la riqueza de las familias y, por lo tanto, sobre sus decisiones de consumo y ahorro, como las valoraciones bursátiles, los precios inmobiliarios o los tipos de interés sobre el crédito al consumo. Por último, dada la existencia de fricciones crediticias, es importante monitorizar la incertidumbre, con variables que capturen la volatilidad de los precios de los activos y otras que proporcionen información sobre las condiciones de liquidez.

En EE. UU., uno de los «termómetros» financieros de referencia es el índice de condiciones financieras elaborado por la Reserva Federal de Chicago, el llamado NFCI.² Para entender por qué el NFCI, al igual que otros ICF alternativos, indica que las condiciones financieras se han mantenido en un terreno muy acomodaticio pese al endurecimiento monetario de la Fed, debemos analizar en detalle sus componentes. El NFCI comprende 105 indicadores de activos financieros muy diversos, entre los que destacan los del mercado monetario, la renta variable y la renta fija, así como variables sobre el sistema bancario tradicional y el llamado *shadow banking*. Los 105 indicadores se clasifican en tres grandes grupos: i) indicadores de riesgo, que capturan la volatilidad y el riesgo de financiación, como el diferencial TED (el diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el tipo de interés soberano al mismo vencimiento) y el índice de volatilidad bursátil VIX, ii)

indicadores de crédito, que miden las condiciones crediticias a las que se enfrentan familias y empresas y, por último, iii) indicadores de apalancamiento, como las nuevas emisiones de deuda corporativa.

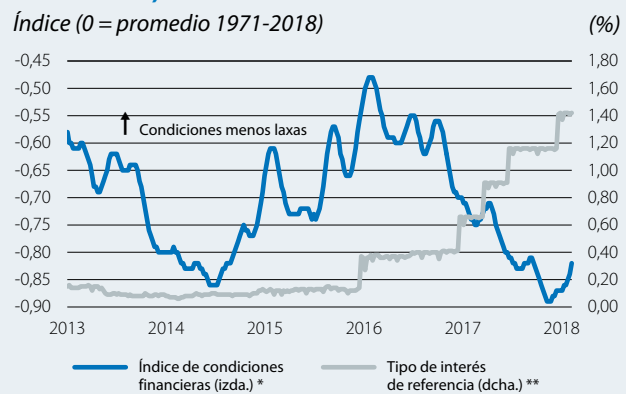
Tras agregar estas 105 variables, el NFCI toma valores negativos cuando las condiciones financieras son acomodaticias y toma valores positivos cuando los indicadores reflejan unas condiciones más severas (siempre en relación con el promedio histórico desde 1971). En general, el índice aumenta con los indicadores de riesgo y disminuye con los indicadores de crédito y apalancamiento. Por ejemplo, un aumento del diferencial TED apunta a un incremento del riesgo crediticio en el mercado interbancario y, por lo tanto, sugiere un endurecimiento de las condiciones financieras. En cambio, un aumento del número de familias que indican unas mejores condiciones de acceso al crédito al consumo refleja una mayor laxitud financiera.

EE. UU.: política monetaria y condiciones financieras, 1972-2000



Notas: * Índice nacional de condiciones financieras, elaborado por la Reserva Federal de Chicago. ** Effective fed funds rate.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis.

EE. UU.: política monetaria y condiciones financieras, 2013-2018

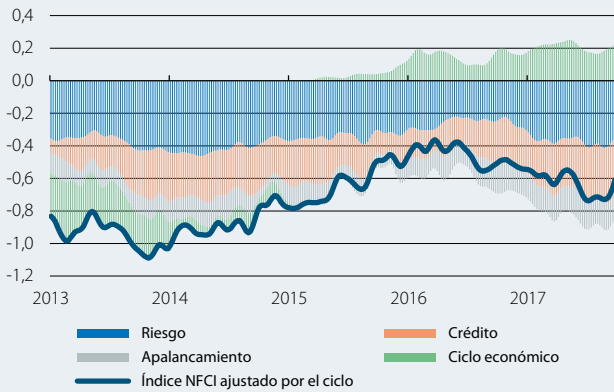


Notas: * Índice nacional de condiciones financieras, elaborado por la Reserva Federal de Chicago. ** Effective fed funds rate.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis.

1. Véase Hatzius, J. et al. (2010), «Financial Conditions Indexes: a Fresh Look after the Financial Crisis», NBER Working Paper.
2. Del inglés, National Financial Conditions Index (índice nacional de condiciones financieras).

EE. UU.: contribuciones a las condiciones financieras

Índice (0 = promedio 1971-2018)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

Además, el estado de la macroeconomía es un determinante clave de las condiciones financieras: cuando la actividad es boyante, las buenas perspectivas de crecimiento económico reducen el riesgo, mejoran la calidad del crédito, facilitan la emisión de deuda corporativa, etc. Por ello, la Reserva Federal de Chicago también publica un índice de condiciones financieras ajustado por el estado de la economía: el ANFCI,³ que mide las condiciones financieras como si la posición cíclica de la economía fuera siempre la misma. Como muestra el tercer gráfico, en el que se separan los componentes financieros (riesgo, crédito y apalancamiento) de la contribución del ciclo económico, en los últimos años el buen tono de la actividad económica está contribuyendo a mantener unas condiciones financieras acomodaticias: si no descontáramos la contribución de la macroeconomía, el ANFCI se situaría ligeramente por debajo del -0,80, un valor mucho más acomodaticio que el -0,61 en el que, en realidad, se encuentra.

Más allá de los vientos de cola que proporciona el buen desempeño de la economía, tanto el NFCI como el ANFCI señalan que las condiciones financieras se mantienen en un terreno muy acomodaticio pese al endurecimiento de la política monetaria de la Fed. Además, como muestra el tercer gráfico, tanto los indicadores de riesgo como los de crédito y los de apalancamiento contribuyen a estas condiciones laxas. Para entender mejor esta dinámica, analizamos cuáles de las 105 variables se han vuelto más y menos acomodaticias entre julio de 2016 y diciembre de 2017, cuando las condiciones financieras se adentraron en un terreno todavía más acomodaticio. Aunque 50 de las 105 variables se volvieron menos laxas, su grado de endurecimiento fue muy pequeño: como muestra el cuarto gráfico, su endurecimiento solo habría provocado un aumento de 0,06 puntos del índice. Además, alrededor del 50% de este aumento se concentra únicamente en tres variables (diferenciales de tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios) que, de todos modos, permanecen en una zona laxa. En cambio, el índice agregado (neto del ciclo macroeconómico) se redujo en -0,36 puntos, especialmente gracias a una mayor compresión de los diferenciales de tipos de interés

3. Del inglés, Adjusted National Financial Conditions Index (índice nacional ajustado de condiciones financieras).

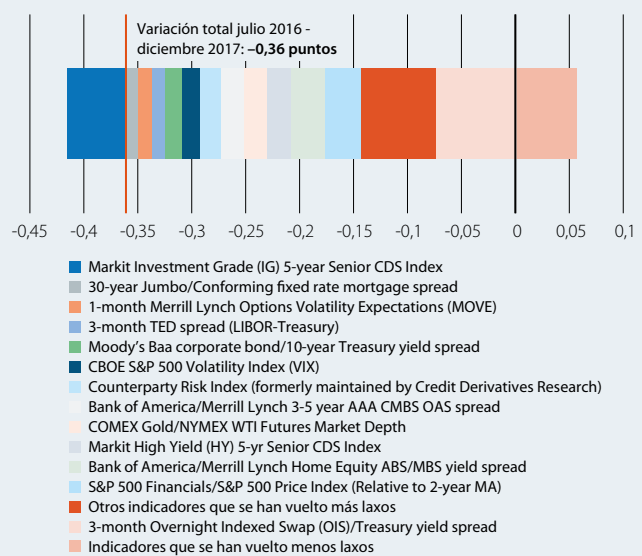
(hipotecario, CDS, deuda corporativa, etc.) y a una menor volatilidad de la renta variable (índice VIX) y fija (índice MOVE).

Por último, podemos realizar un ejercicio parecido para analizar las correcciones bursátiles de finales de enero y principios de febrero de este año. Los indicadores sugieren que, en esas semanas, las condiciones financieras se deterioraron ligeramente, con un aumento del ANFCI (excluyendo el componente cíclico de la economía) de 0,08 puntos que se puede atribuir, prácticamente de manera exclusiva, a dos indicadores: la mayor volatilidad de las bolsas y un deterioro de la liquidez en el mercado de opciones relativas a futuros sobre el índice bursátil estadounidense S&P 500. Así, la mayoría de variables financieras se mantuvieron en terreno muy acomodaticio, lo que sugiere que las correcciones bursátiles fueron un episodio contenido y que no se filtró por otros mercados ni provocó un movimiento de aversión al riesgo generalizada que endureciera muy significativamente las condiciones financieras agregadas.

En conclusión, el buen momento cíclico de la economía está apoyando el mantenimiento de unas condiciones financieras muy acomodaticias. A ello también puede haber contribuido la gradualidad y la predictibilidad con la que ha procedido la Fed al endurecer su política monetaria, así como el mantenimiento de estímulos monetarios muy significativos en otras jurisdicciones, como Europa y Japón, que facilitan un entorno de baja volatilidad y de diferenciales crediticios comprimidos.⁴ El endurecimiento de la política monetaria de la Fed se ha empezado a notar en los activos financieros de vencimientos cortos, de modo que la continuidad de las subidas de tipos, junto con un menor estímulo monetario en Europa, contribuirá a normalizar las condiciones financieras en los próximos trimestres.

EE. UU.: cambio en las condiciones financieras (de julio de 2016 a diciembre de 2017) *

Puntos del índice (0 = promedio 1971-2018)



Nota: * Condiciones netas del ciclo económico.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

4. Véase «A paradoxical tightening?», BIS Quarterly Review, diciembre de 2017.