

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

Malgrat que la Reserva Federal dels EUA (Fed) ha incrementat els tipus d'interès des del final del 2015, les condicions financeres nord-americanes no s'han endurit i, de fet, romanen en nivells molt laxos, com ho il·lustra el primer gràfic. Aquesta paradoxa, que ja hem presentat en un Focus recent,¹ és una anomalia històrica? A continuació, analitzem altres episodis d'enduriment de la política monetària de la Fed per respondre aquesta pregunta. A més a més, també veurem que, en les últimes setmanes, les condicions financeres s'han endurit de forma moderada arran de les correccions borsàries del començament de febrer.

Enduriment de la política monetària i condicions financeres: evidència històrica

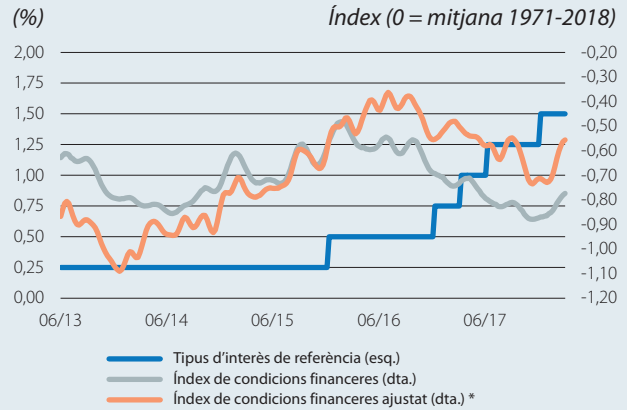
Com vam veure al Focus anterior, per analitzar l'estat i l'evolució de les condicions financeres, utilitzem els anomenats índexs de condicions financeres (ICF): indicadors que combinen una multiplicitat de cotitzacions dels mercats i que ens ofereixen un «termòmetre» per mesurar si l'entorn financer és favorable o desfavorable al bon funcionament de l'economia. Als EUA, l'índex elaborat per la Fed de Chicago és un dels «termòmetres» de referència, i tant la versió simple, l'NFICI, com la versió ajustada pel cycle econòmic, l'anomenat ANFCI,² mostren que els increments de tipus d'interès de la Fed entre el desembre del 2015 i el desembre del 2017 van anar acompanyats, paradoxalment, d'un relaxament de les condicions financeres (vegeu el primer gràfic).

L'oposició entre les dues dinàmiques contrasta amb l'experiència d'altres episodis. Al segon gràfic, comparem l'episodi actual amb els quatre cicles anteriors d'enduriment de la política monetària de la Fed. Atès que, en cada cicle, els augments del tipus de referència van tenir magnituds diferents, els canvis en l'NFICI i en l'ANFCI es presenten normalitzats per la variació total del tipus d'interès en cada cicle. Per exemple, entre el febrer del 1994 i el febrer del 1995, la Fed va incrementar el tipus d'interès en 275 p. b. arran d'un augment de l'NFICI de 0,29 punts: uns 10,5 p. b. per cada increment de 100 p. b. del tipus de referència. De manera semblant, entre el juliol del 1999 i el maig del 2000, la Fed va augmentar el tipus d'interès en 150 p. b., i l'NFICI es va incrementar en 0,19 punts: uns 12,9 p. b. per cada increment de 100 p. b. del tipus de referència. En el

1. Vegeu el Focus «La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària», a l'IM03/2018.

2. L'índex nacional ajustat de condicions financeres (ANFCI, per les sigles en anglès) és el resultat d'ajustar l'índex nacional de condicions financeres (NFICI, per les sigles en anglès) per l'estat de l'activitat econòmica. L'ANFCI sostreu l'impacte que té el funcionament de l'economia en el passat recent sobre les condicions financeres actuals i ens proporciona un «termòmetre» financer com si la posició cíclica de l'economia fos sempre la mateixa.

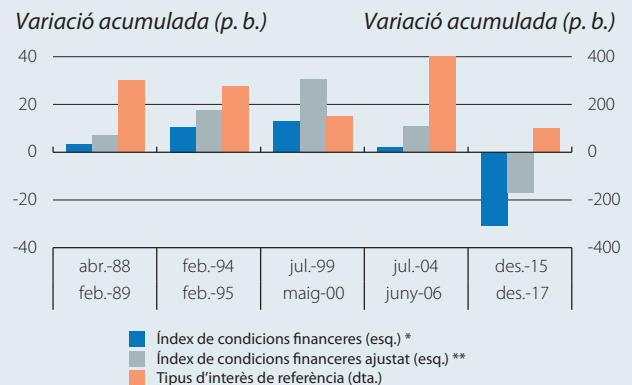
EUA: enduriment de la política monetària el 2015-2017



Nota: * Índex ajustat pel cycle econòmic.

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

EUA: enduriment de la política monetària i condicions financeres



Notes: * Variació per cada punt d'augment del tipus de referència.

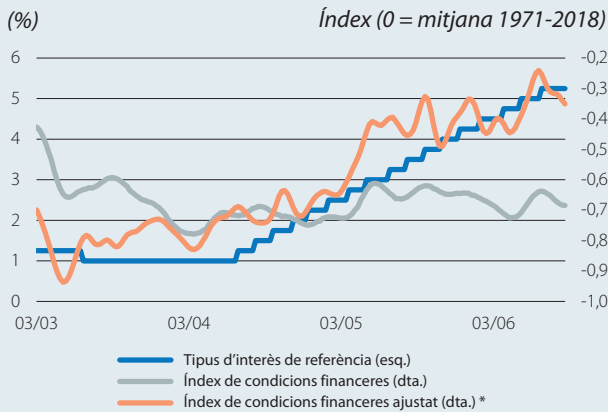
** Índex ajustat pel cycle econòmic.

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

següent cicle, entre el 2004 i el 2006, malgrat que l'NFICI mostra molt poca sensibilitat a la política monetària de la Fed, aquesta sí que apareix quan ens fixem en l'ANFCI, la qual cosa suggereix que l'exuberància de l'economia nord-americana va tenir un paper clau en la falta de transmissió entre la política monetària i les condicions financeres (vegeu també el tercer gràfic).

Finalment, centrant-nos en una selecció de variables financeres clau (vegeu el quart gràfic), observem que, en l'actual cicle d'enduriment de la política monetària, destaquen tres elements: i) una menor sensibilitat dels tipus d'interès a llarg termini als increments de tipus de la Fed; ii) una major compressió dels diferencials de deute corporatiu (en especial el de menor qualitat), i iii) una major revaloració de la borsa nord-americana.

EUA: enduriment de la política monetària el 2004-2006



Nota: * Índex ajustat pel cycle econòmic.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.

Les correccions borsàries recents i el seu impacte en les condicions financeres

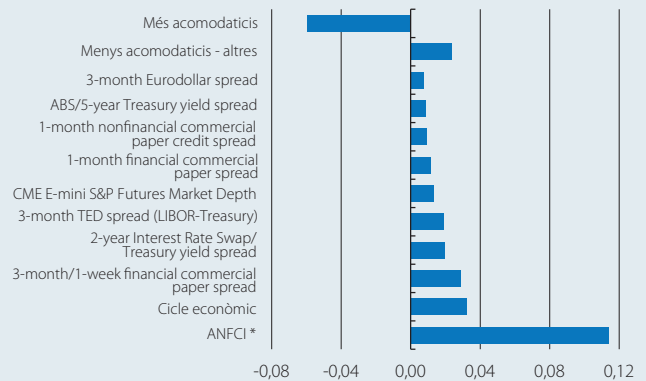
Finalment, des del final de gener del 2018, els índexs NFCI i ANFCI mostren un enduriment de les condicions financeres que va començar amb les correccions borsàries de la primera quinzena de febrer del 2018. En el moment de redactar l'anterior Focus, les dades mostraven que aquest deteriorament de les condicions financeres era contingut i s'atribuïa, de manera gairebé exclusiva, a dos indicadors relacionats amb la liquiditat i amb la volatilitat al mercat de valors. De llavors ençà, el deteriorament ha tingut una certa continuïtat, però sense deixar de ser moderat. De tota manera, com ho mostra el cinquè gràfic, en les últimes setmanes, s'ha estès a altres indicadors, en especial a través d'un augment de les primes de risc sobre el cost de l'endeutament a curt termini als mercats de préstec interbancari i de paper comercial.

En definitiva, malgrat que, en els quatre cicles anteriors, observem una relació estreta entre l'evolució de la política

monetària i les condicions financeres, en el cycle actual, hi ha tres grans canvis en la política monetària que ajuden a entendre el desacoblament. En primer lloc, les mesures no convencionals dels bancs centrals i, en especial, les compres d'actius faciliten un entorn de tipus d'interès baixos durant un període llarg de temps. Atès que la Fed redueix de forma molt gradual el seu balanç (i els bancs centrals d'altres regions, com Europa i el Japó, continuen engrandint el seu), aquestes mesures encara exerceixen una pressió significativa. En segon lloc, la Fed endureix la política monetària amb una estratègia molt més previsible i gradual que en cicles anteriors. I, en tercer lloc, les correccions borsàries recents i el consegüent repunt de l'NFCI i de l'ANFCI es van produir, precisament, perquè els inversors van donar més credibilitat a l'estratègia anunciada per la Fed i van començar a reajustar a l'alça les expectatives de tipus d'interès. Cal esperar que, d'ara endavant, aquest reajustament de les expectatives i la reducció del balanç de la Fed propiciaran que els increments dels tipus d'interès de referència es traslladin amb més fermesa a les condicions financeres.

Condicions financeres el 2018: del 26 de gener al 16 de març

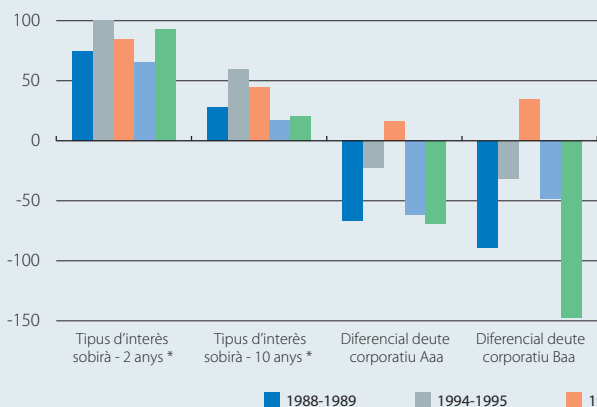
Variació acumulada (punts)



Nota: * Índex de condicions financeres ajustat pel cycle econòmic.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.

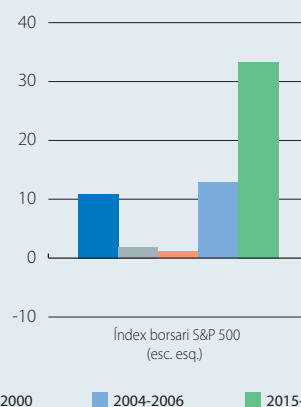
EUA: moviments de mercat i enduriment de la política monetària

Variació acumulada (p. b.)



Nota: * Variació per cada augment de 100 p. b. del tipus d'interès de referència de la Fed.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Variació acumulada (%)



Variació acumulada (%)

