

## FOCUS · La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria: parte II

A pesar de que la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) ha ido incrementando los tipos de interés desde finales de 2015, las condiciones financieras estadounidenses no se han endurecido y, de hecho, permanecen en niveles muy laxos, como ilustra el primer gráfico. ¿Es esta paradoja, que ya presentamos en un Focus reciente,<sup>1</sup> una anomalía histórica? A continuación, analizamos otros episodios de endurecimiento de la política monetaria de la Fed para responder a esta pregunta. Además, también veremos que, en las últimas semanas, las condiciones financieras se han endurecido moderadamente de la mano de las correcciones bursátiles de principios de febrero.

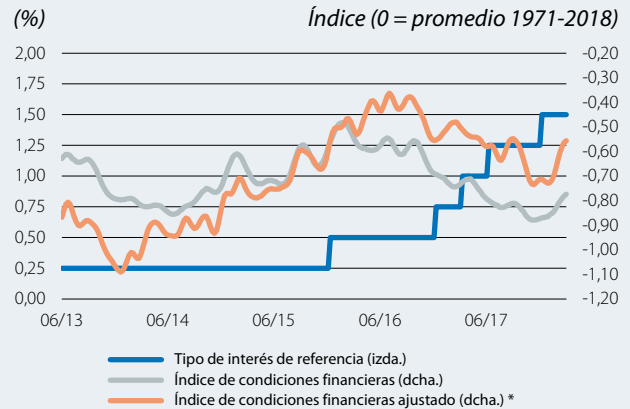
### Endurecimiento de la política monetaria y condiciones financieras: evidencia histórica

Como vimos en el Focus anterior, para analizar el estado y la evolución de las condiciones financieras utilizamos los llamados índices de condiciones financieras (ICF): indicadores que combinan una multiplicidad de cotizaciones de los mercados y nos ofrecen un «termómetro» para medir si el entorno financiero es favorable o desfavorable al desempeño de la economía. En EE. UU., el índice elaborado por la Fed de Chicago es uno de los «termómetros» de referencia y, tanto su versión simple, el NFCI, como la versión ajustada por el ciclo económico, el llamado ANFCI,<sup>2</sup> muestran que los incrementos de tipos de interés de la Fed entre diciembre de 2015 y diciembre de 2017 fueron acompañados, paradójicamente, de una relajación de las condiciones financieras (véase el primer gráfico).

La oposición entre ambas dinámicas contrasta con la experiencia de otros episodios. En el segundo gráfico, comparamos el episodio actual con los anteriores cuatro ciclos de endurecimiento de la política monetaria de la Fed. Dado que, en cada ciclo, los aumentos del tipo de referencia tuvieron magnitudes diferentes, los cambios en el NFCI y el ANFCI se presentan normalizados por la variación total del tipo de interés en cada ciclo. Por ejemplo, entre febrero de 1994 y febrero de 1995, la Fed incrementó el tipo de interés en 275 p. b. y ello fue de la mano de un aumento del NFCI de 0,29 puntos: unos 10,5 p. b. por cada incremento de 100 p. b. del tipo de referencia. De modo parecido, entre julio de 1999 y mayo del 2000, la Fed aumentó el tipo de interés en 150 p. b. y el NFCI incrementó en

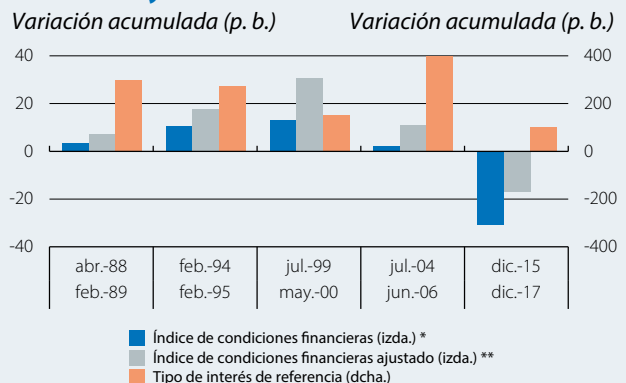
1. Véase el Focus «La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria» en el IM03/2018.  
 2. El índice nacional ajustado de condiciones financieras (ANFCI, por sus siglas en inglés) es el resultado de ajustar el índice nacional de condiciones financieras (NFCI, por sus siglas en inglés) por el estado de la actividad económica. El ANFCI sustrae el impacto que tiene el desempeño de la economía en el pasado reciente sobre las condiciones financieras actuales y nos proporciona un «termómetro» financiero como si la posición cíclica de la economía fuera siempre la misma.

### EE. UU.: endurecimiento de la política monetaria en 2015-2017



Nota: \* Índice ajustado por el ciclo económico.  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

### EE. UU.: endurecimiento de la política monetaria y condiciones financieras

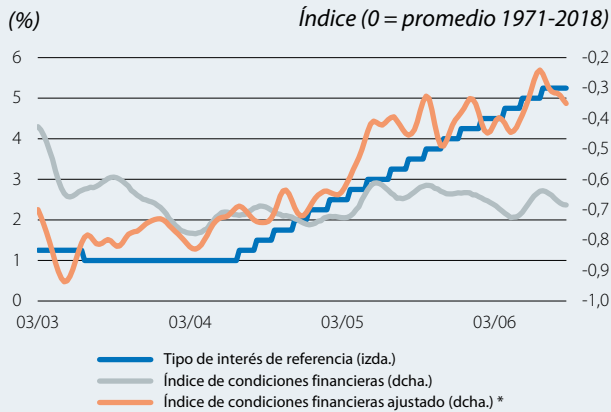


Notas: \* Variación por cada punto de aumento del tipo de referencia.  
 \*\* Índice ajustado por el ciclo económico.  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

0,19 puntos: unos 12,9 p. b. por cada incremento de 100 p. b. del tipo de referencia. En el siguiente ciclo, entre 2004 y 2006, aunque el NFCI muestra muy poca sensibilidad a la política monetaria de la Fed, esta sí aparece cuando nos fijamos en el ANFCI, lo que sugiere que la exuberancia de la economía estadounidense tuvo un papel clave en la falta de transmisión entre la política monetaria y las condiciones financieras (véase también el tercer gráfico).

Finalmente, centrándonos en una selección de variables financieras clave (véase el cuarto gráfico), observamos que en el actual ciclo de endurecimiento de la política monetaria destacan tres elementos: i) una menor sensibilidad de los tipos de interés de largo plazo a los incrementos de tipos de la Fed, ii) una mayor compresión de los diferenciales de deuda corporativa (especialmente la de menor calidad) y iii) una mayor revalorización de la bolsa estadounidense.

**EE. UU.: endurecimiento de la política monetaria en 2004-2006**



**Nota:** \* Índice ajustado por el ciclo económico.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

**Las recientes correcciones bursátiles y su impacto en las condiciones financieras**

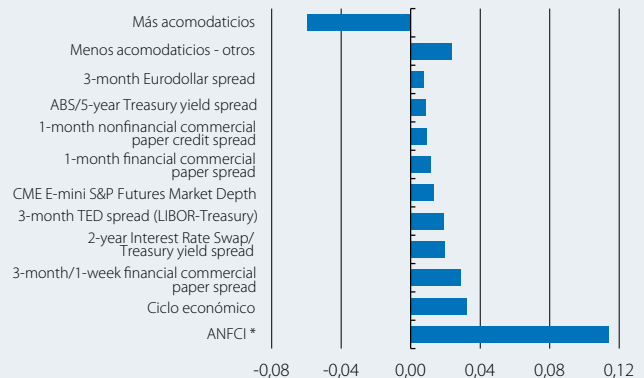
Por último, desde finales de enero de 2018, los índices NFCI y ANFCI muestran un endurecimiento de las condiciones financieras que empezó con las correcciones bursátiles de la primera quincena de febrero de 2018. En el momento de redacción del anterior Focus, los datos mostraban que este deterioro de las condiciones financieras era contenido y se atribuía, de manera prácticamente exclusiva, a dos indicadores relacionados con la liquidez y la volatilidad en el mercado de valores. Desde entonces, el deterioro ha tenido cierta continuidad, pero sin dejar de ser moderado. De todos modos, como muestra el quinto gráfico, en las últimas semanas se ha extendido a otros indicadores, especialmente a través de un aumento de las primas de riesgo sobre el coste del endeudamiento a corto plazo en los mercados de préstamo interbancario y de papel comercial.

En definitiva, a pesar de que en los anteriores cuatro ciclos observamos una relación estrecha entre la evolución de la política monetaria y las condiciones financieras, en el ciclo

actual hay tres grandes cambios en la política monetaria que ayudan a entender el desacoplamiento. En primer lugar, las medidas no convencionales de los bancos centrales, y especialmente las compras de activos, facilitan un entorno de bajos tipos de interés durante un largo periodo de tiempo. Dado que la Fed está reduciendo muy gradualmente su balance (y los bancos centrales de otras regiones, como Europa y Japón, siguen agrandando el suyo), estas medidas todavía ejercen una presión significativa. En segundo lugar, la Fed está endureciendo su política monetaria con una estrategia mucho más predecible y paulatina que en ciclos anteriores. Y, en tercer lugar, las recientes correcciones bursátiles y el consiguiente repunte del NFCI y el ANFCI se produjeron, precisamente, porque los inversores dieron mayor credibilidad a la estrategia anunciada por la Fed y empezaron a reajustar al alza sus expectativas de tipos de interés. Cabe esperar que, en adelante, este reajuste de las expectativas y la reducción del balance de la Fed ayudarán a que los incrementos de los tipos de interés de referencia se trasladen con mayor firmeza a las condiciones financieras.

**Condiciones financieras en 2018: del 26 de enero al 16 de marzo**

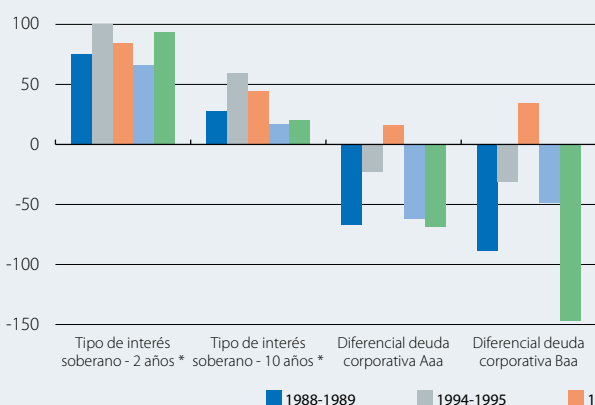
Variación acumulada (puntos)



**Nota:** \* Índice de condiciones financieras ajustado por el ciclo económico.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

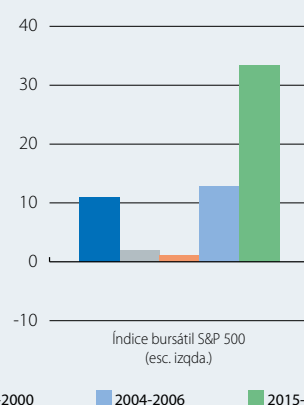
**EE. UU.: movimientos de mercado y endurecimiento de la política monetaria**

Variación acumulada (p. b.)



**Nota:** \* Variación por cada aumento de 100 p. b. del tipo de interés de referencia de la Fed.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Variación acumulada (%)



Variación acumulada (%)

