

## Els bancs centrals, al timó d'un entorn més volàtil

El 2018 ha estat un any intens als mercats financers: la volatilitat ha repuntat fins a nivells no vistos des del 2015, s'han produït múltiples episodis de correccions borsàries i les primes de risc (sobiranes i corporatives) han flexionat a l'alça. Aquest panorama, que contrasta amb força amb un 2017 de volatilitat molt més continguda, ha estat propiciat per l'enduriment de la política monetària global que ha liderat la Fed i que ha posat sota la lupa alguns dels focus de vulnerabilitat acumulats en els últims anys (com l'elevat nivell de deute global o les elevades cotitzacions d'alguns actius financers). Al setembre passat, després d'una nova pujada de tipus de la Fed, la premsa internacional anunciava «el final de la política monetària acomodaticia». Atesa aquesta disjuntiva, hem d'encarar el 2019 analitzant les perspectives per a la política monetària dels dos principals bancs centrals, la Fed i el BCE, i les condicions financeres de les seves economies.

### EUA: la Fed davant unes condicions financeres inusuals

Entrant amb més detall en el cas nord-americà, el 2015, la Fed va començar una pujada gradual dels tipus d'interès, englobada dins la normalització de la política monetària, que havia estat extraordinàriament acomodaticia en els anys posteriors a la Gran Recessió. No obstant això, l'augment dels tipus d'interès oficials, així com la reducció de la dimensió del balanç del banc central, no s'ha traduït fins avui en un enduriment significatiu de les condicions financeres nord-americanes. Ho evidencia l'índex de condicions financeres (ICF) de la Fed de Chicago, que es compon de més de 100 variables que afecten el cost del capital, les decisions d'inversió i altres mesures de risc creditici.<sup>1</sup> Històricament, aquest indicador ha mantingut una relació estreta amb el tipus d'interès oficial fixat per la Fed, però, últimament, l'índex se situa en nivells molt similars i fins i tot inferiors als vistos l'any 2014 (quan els tipus van arribar gairebé al 0% i el balanç del banc central no s'havia començat a reduir), ja que les primes de risc es mantenen comprimides, el crèdit continua sent accessible i l'impacte de les correccions borsàries recents ha estat moderat.

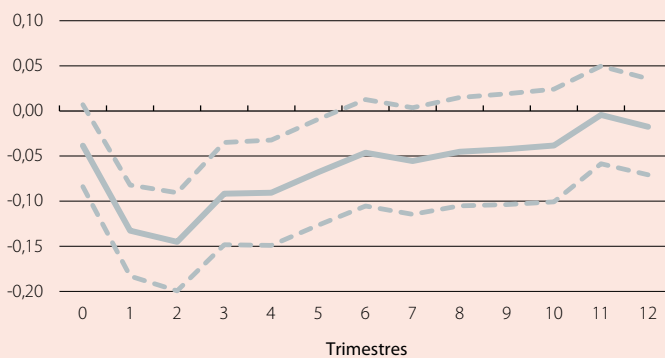
Segons la relació històrica que l'ICF manté amb el tipus d'interès oficial, aquest primer s'hauria de situar força per damunt del nivell actual. El desacoblament entre els dos indicadors planteja diversos escenaris. D'una banda, podríem veure com les condicions financeres flexionen a l'alça de forma gradual sense plantejar disruptions significatives en l'activitat econòmica. De l'altra, hi ha altres escenaris amb conseqüències més perjudicials per a l'economia nord-americana, com, per exemple, un enduriment sobtat de les condicions financeres o, en canvi, un manteniment de les condicions en nivells molt acomodaticis malgrat l'augment dels tipus d'interès oficials. Els analitzem tot seguit.

Segons les nostres estimacions econòmiques, si les condicions financeres recuperessin de sobte la relació històrica amb el tipus d'interès oficial, l'activitat econòmica nord-americana es veuria afectada negativament. En concret, i tal com veiem al primer gràfic, el creixement intertrimestral del PIB dels EUA es reduiria al voltant d'1 dècima cada trimestre com a mínim durant un any. Això aniria acompanyat, a més a més, de diverses afectacions al sector financer, com un augment de la taxa de morositat sobre el crèdit.

En l'altre escenari, unes condicions financeres que es mantinguessin en cotes massa baixes i inalterables als augments de tipus de la Fed, en una economia que es troba ja en una fase madura del cicle –la taxa d'atur se situa, en l'actualitat, en mínims històrics de 50 anys–, plantejarien un risc gens menyspreable de sobreescalfament, que es podria començar a manifestar amb pressions inflacionistes significatives. Normalment, les situacions de sobreescalfament precedeixen les recessions, ja que l'economia creix a ritmes no sostenibles durant un temps perllongat i, entre altres conseqüències, es poden generar bombolles en alguns mercats. Per evitar aquesta situació, la Fed insisteix en l'estratègia de pujades graduals dels tipus d'interès que du a terme, tot i que s'ha trobat amb l'oposició del president Donald Trump a aquestes pujades. Per sort, la independència del banc central dels EUA no és qüestionada i les decisions que

### EUA: resposta del PIB a un enduriment sobtat de les condicions financeres \*

Impacte sobre el creixement intertrimestral (p. p.)



Notes: \* Índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago.

Les línies discontinues representen un interval de confiança del 95%.

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

1. Els valors alts d'aquest indicador suggereixen que les condicions financeres als EUA són restrictives, la qual cosa modera el creixement econòmic, mentre que els valors baixos indiquen que l'entorn financer és acomodaticí. Per a més informació, vegeu «La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària», a l'IM03/2018.

es prendran en els propers trimestres continuaran encaminades cap a la normalització de la política monetària.

### Europa: davant la reorientació del BCE

Passant a Europa, la demanda domèstica encara el 2019 amb la perspectiva de mantenir-se com a principal motor del creixement, i és que, malgrat el final de les compres netes, el BCE continuarà afavorint unes condicions financeres acomodatives. Per aquest motiu, disposarà de dues grans palanques: la dimensió del balanç i la gestió de les expectatives.

El BCE ha indicat, repetidament, que mantindrà la dimensió del balanç durant un llarg període de temps. Atès que el balanç tendeix per inèrcia a reduir-se (pel venciment dels bons comprats), això farà que el BCE continuï adquirint actius en quantitats significatives a través de les reinversions (vegeu el segon gràfic). És més, el mateix fet de mantenir estable el balanç continuarà donant suport a un entorn de tipus d'interès relativament comprimits i a unes condicions financeres acomodatives. La raó és que, segons ho mostra l'evidència disponible, els programes de compres d'actius incideixen més sobre les condicions financeres a través de l'efecte estocatge (el volum total d'actius adquirits) que amb el flux mensual de compres. Com ho mostren els estudis que analitzen l'impacte macroeconòmic dels programes, això queda ben il·lustrat en comparar la forta reacció de les condicions financeres quan el banc central anuncia la dimensió total del programa de compra d'actius amb els escassos moviments que s'observen al mercat el dia que el banc central fa efectiva una compra.

De cara al 2019, les estimacions del BCE suggereixen que s'ha retirat del mercat un volum de deute prou elevat perquè les condicions financeres no siguin gaire sensibles al final de les compres netes. Per entendre per què, cal tenir en compte que alguns propietaris de bons estan menys disposats a vendre que uns altres. Inicialment, l'Eurosistema va comprar el gros dels actius a agents amb un preu de reserva baix (és a dir, amb més disposició a vendre), com els inversors no residents, però, a mesura que augmentava l'escassetat de bons, va recórrer a venedors amb menys disposició a vendre, com els fons de pensions i les asseguradores. No obstant això, si aquests venedors tenen més preferència per aquests actius (per exemple, perquè desitgen tenir en balanç actius menys arriscats i amb venciments a llarg termini), és probable que, davant les noves emissions de deute públic, aquestes mateixes institucions desitgin adquirir els actius a preus relativament elevats (és a dir, sense exigir uns tipus d'interès substancialment més elevats), de manera que s'afavoreixen uns tipus d'interès estables i en nivells relativament baixos, fins i tot en absència de compres netes del BCE.

A més a més, la mateixa comunicació del BCE, mitjançant la gestió de les expectatives, busca evitar els reajustaments sobtats dels tipus de mercat: per aquest motiu, explicita la intenció de no pujar tipus abans de l'estiu del 2019. És probable que aquesta gestió evolucioni amb l'escenari econòmic, i, a més a més, el 2019, la comunicació s'enfrontarà a la renovació d'una part de la cúpula del BCE. Mario Draghi, el president, acaba el mandat el 31 d'octubre. A més a més, també hauran de trobar substitut per a l'actual economista en cap del BCE, Peter Praet, que acaba el mandat el 31 de maig del 2019, i per a Benoît Coeuré (el mandat del qual acaba el 31 de desembre del 2019). Malgrat que les travesses afavoreixen alguns candidats relativament continuistes,<sup>2</sup> la gestió d'aquests canvis serà important per evitar que siguin percebuts com a reajustaments sobtats en l'evolució futura de la política monetària.

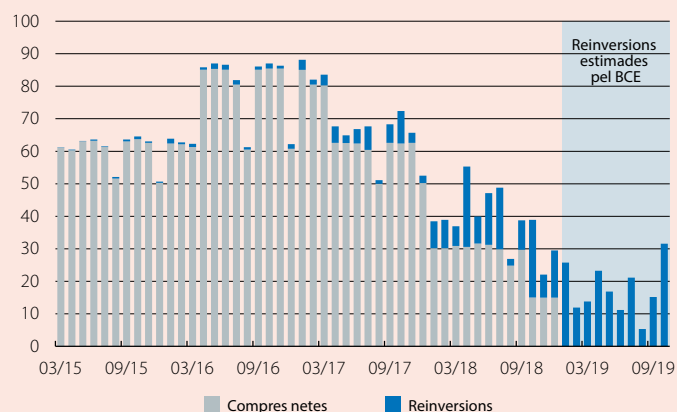
Amb les palanques comentades, el BCE continuarà afavorint un entorn acomodatiu. No obstant això, l'escenari tindrà altres aspectes que podrien endurir les condicions financeres més del que seria desitjable, com les conseqüències econòmiques de la geopolítica (per exemple, el *bretxit*, les tensions entre la UE i Itàlia o les tensions comercials amb els EUA), la tolerància al risc dels mercats i el contagi que pugui generar l'enduriment de les condicions financeres globals.

En definitiva, els EUA i la zona de l'euro es troben en fases diferents del cicle financer: mentre que la política monetària de la Fed és a prop de passar a ser neutral o, fins i tot, restrictiva, la del BCE es manté en terreny àmpliament acomodatiu. Però, en certa manera, els dos s'enfronten a un risc comú: el desacoblament entre la política monetària i les condicions financeres. Les dues institucions intentaran gestionar bé les eines per facilitar un ajust gradual de les condicions financeres als EUA i per mantenir-les en terreny acomodatiu a la zona de l'euro.

Adrià Morron Salmeron i Ricard Murillo Gili  
CaixaBank Research

### BCE: programa de compra d'actius \*

Milers de milions d'euros



**Nota:** \* El programa comprèn compres d'actius de deute públic i de diferents formes de deute privat (corporatiu, ABS i covered bonds).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Europeu.

2. El president del Bundesbank, Jens Weidmann, que ha criticat de forma repetida i pública les polítiques liderades per Draghi, apareixia com a favorit en les travesses inicials, sota la premissa que el BCE mai ha tingut un president alemany. No obstant això, precisament per la seva forta oposició a les decisions del BCE, sembla que ha perdut suports en favor de candidats més continuistes, com el president del Banc de França, François Villeroy de Galhau.