Los bancos centrales, al timón de un entorno más volátil

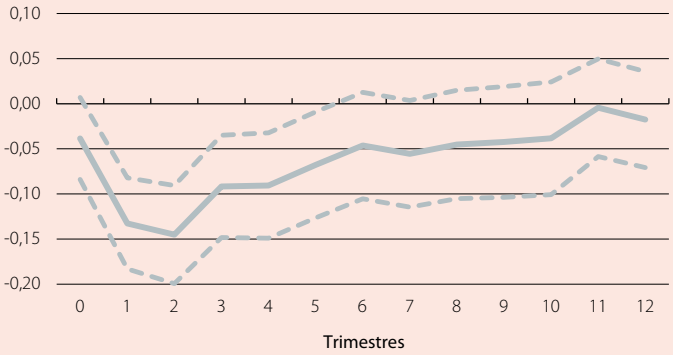
2018 ha sido un año intenso en los mercados financieros: la volatilidad ha repuntado a niveles no vistos desde 2015, se han producido múltiples episodios de correcciones bursátiles y las primas de riesgo (soberanas y corporativas) han flexionado al alza. Este panorama, que contrasta con fuerza con un 2017 de volatilidad mucho más contenida, ha venido de la mano del endurecimiento de la política monetaria global que ha liderado la Fed y ha puesto bajo la lupa focos de vulnerabilidad acumulados en los últimos años (como el elevado nivel de deuda global o las elevadas cotizaciones de algunos activos financieros). El pasado septiembre, tras una nueva subida de tipos de la Fed, la prensa internacional anunciaba «el fin de la política monetaria acomodaticia». En esa disyuntiva, debemos encarar 2019 analizando las perspectivas para la política monetaria de los dos principales bancos centrales, Fed y BCE, y las condiciones financieras de sus economías.

EE. UU.: la Fed ante unas condiciones financieras inusuales

Entrando con más detalle en el caso estadounidense, en 2015, la Fed comenzó una subida gradual de los tipos de interés englobada dentro de la normalización de su política monetaria, que había sido extraordinariamente acomodaticia en los años posteriores a la Gran Recesión. Sin embargo, el aumento de los tipos de interés oficiales, así como la reducción del tamaño del balance del banco central, no se ha traducido hasta la fecha en un endurecimiento significativo de las condiciones financieras estadounidenses. Nos da cuenta de ello el índice de condiciones financieras (ICF) de la Fed de Chicago, que se compone de más de 100 variables que afectan al coste del capital, a las decisiones de inversión y otras medidas de riesgo crediticio.[1] Históricamente, este indicador ha mantenido una relación estrecha con el tipo de interés oficial fijado por la Fed, pero últimamente el índice se sitúa en niveles muy similares e incluso inferiores a los vistos en el año 2014 (cuando los tipos estaban prácticamente al 0% y el balance del banco central no había empezado a reducirse) dado que las primas de riesgo se mantienen comprimidas, el crédito continúa siendo accesible y el impacto de las recientes correcciones bursátiles ha sido moderado.

EE. UU.: respuesta del PIB a un endurecimiento brusco de las condiciones financieras*

Impacto sobre el crecimiento intertrimestral (p. p.)



Notas: ** Índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.*

Según la relación histórica que el ICF mantiene con el tipo de interés oficial, este primero debería situarse bastante por encima de su nivel actual. El desacoplamiento entre ambos indicadores plantea diversos escenarios. Por un lado, podríamos ver cómo las condiciones financieras flexionan al alza gradualmente sin plantear disrupciones significativas en la actividad económica. Por otro lado, existen otros escenarios cuyas consecuencias sí que podrían ser más perjudiciales para la economía estadounidense, como, por ejemplo, un endurecimiento brusco de las condiciones financieras o, por el contrario, un mantenimiento de las mismas en niveles muy acomodaticios pese al aumento de los tipos de interés oficiales. Los analizamos a continuación.

Según nuestras estimaciones econométricas, en el supuesto de que las condiciones financieras recuperasen repentinamente la relación histórica con el tipo de interés oficial, la actividad económica estadounidense se vería negativamente afectada. Concretamente, y tal como vemos en el primer gráfico, el crecimiento intertrimestral del PIB de EE. UU. se reduciría alrededor de 1 décima cada trimestre por lo menos durante un año. Ello iría acompañado, además, de diversas afectaciones en el sector financiero, como un aumento de la tasa de morosidad sobre el crédito.

En el otro escenario, unas condiciones financieras que permanecieran en cotas demasiado bajas e inalterables a los aumentos de tipos de la Fed, en una economía que se encuentra en una fase ya madura del ciclo –la tasa de desempleo se sitúa actualmente en mínimos históricos de 50 años–, plantearían un riesgo nada desdeñable de sobrecalentamiento que podría empezar a manifestarse con presiones inflacionistas significativas. Normalmente, situaciones de sobrecalentamiento preceden a las recesiones, pues la economía crece a ritmos no sostenibles durante un tiempo prolongado y, entre otras consecuencias, se pueden generar burbujas en algunos mercados. Para evitar esta situación, la Fed insiste en la estrategia de subidas graduales de tipos de interés que está llevando a cabo, aunque se ha encontrado con la oposición del presidente Donald Trump a dichas subidas. Por suerte, la independencia del banco central de EE. UU. no está en entredicho y las decisiones que se tomarán en los próximos trimestres

1. Valores altos de este indicador sugieren que las condiciones financieras en EE. UU. son restrictivas, lo que modera el crecimiento económico, mientras que valores bajos indican que el entorno financiero es acomodaticio. Para más información, véase «La resistencia de las condiciones financieras al endurecimiento de la política monetaria» en el IM03/2018.

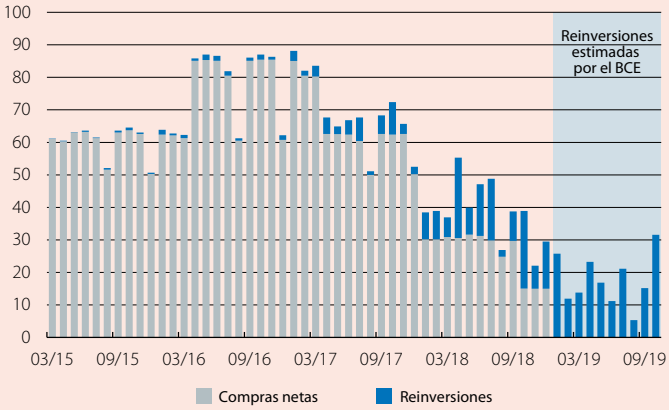
continuarán encaminadas hacia la normalización de la política monetaria.

Europa: ante la reorientación del BCE

Pasando a Europa, la demanda doméstica encara 2019 con la perspectiva de mantenerse como principal motor del crecimiento, y es que, pese al fin de las compras netas, el BCE seguirá favoreciendo unas condiciones financieras acomodaticias. Para ello, contará con dos grandes palancas: el tamaño de su balance y la gestión de las expectativas.

BCE: programa de compra de activos *

Miles de millones de euros



Nota: ** El programa comprende compras de activos de deuda pública y distintas formas de deuda privada (corporativa, ABS y* covered bonds*).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.*

El BCE ha indicado, repetidamente, que mantendrá el tamaño de su balance por un largo periodo de tiempo. Dado que el balance tiende inercialmente a reducirse (por el vencimiento de los bonos comprados), ello hará que el BCE siga adquiriendo activos en cantidades significativas a través de las reinversiones (véase el segundo gráfico). Es más, el propio hecho de mantener estable el balance seguirá respaldando un entorno de tipos de interés relativamente comprimidos y unas condiciones financieras acomodaticias. La razón es que, según muestra la evidencia disponible, los programas de compras de activos inciden más sobre las condiciones financieras a través de su efecto estocaje (el volumen total de activos adquiridos) que con el flujo mensual de compras. Como muestran los estudios que analizan el impacto macroeconómico de los programas, esto queda bien ilustrado al comparar la fuerte reacción de las condiciones financieras cuando el banco central anuncia el tamaño total del programa de compra de activos frente a los escasos movimientos que se observan en el mercado en el día en el que el banco central hace efectiva una compra.

De cara a 2019, las estimaciones del propio BCE sugieren que se ha retirado del mercado un volumen de deuda suficientemente elevado como para que las condiciones financieras no sean muy sensibles al fin de las compras netas. Para entender por qué, hay que tener en cuenta que algunos propietarios de bonos están menos dispuestos a vender que otros. Inicialmente, el Eurosistema compró el grueso de los activos a agentes con bajo precio de reserva (es decir, con mayor disposición a vender), como los inversores no residentes, pero, a medida que aumentaba la escasez de bonos, recurrió a vendedores con menor disposición a vender, como los fondos de pensiones y las aseguradoras. Sin embargo, si estos vendedores tienen mayor preferencia por estos activos (por ejemplo, porque desean tener en balance activos menos arriesgados y con vencimientos a largo plazo), es probable que, ante nuevas emisiones de deuda pública, estas mismas instituciones deseen adquirir los activos a precios relativamente elevados (es decir, sin exigir unos tipos de interés sustancialmente mayores), con lo que se favorecen unos tipos de interés estables y en niveles relativamente bajos, incluso en ausencia de compras netas del BCE.

Además, la propia comunicación del BCE persigue evitar reajustes bruscos de los tipos de mercado mediante la gestión de las expectativas: es por ello por lo que explicita la intención de no subir tipos antes del verano de 2019. Esta gestión probablemente evolucionará con el escenario económico y, además, en 2019, la comunicación se enfrentará a la renovación de parte de la cúpula del BCE. Mario Draghi, el presidente, acaba su mandato el 31 de octubre. Además, también deberán encontrar sustituto al actual economista jefe del BCE, Peter Praet, cuyo mandato termina el 31 de mayo de 2019, y a Benoît Cœuré (cuyo mandato termina el 31 de diciembre de 2019). Aunque las quinielas favorecen candidatos relativamente continuistas,[2] la gestión de estos cambios será importante para evitar que sean percibidos como reajustes bruscos en la evolución futura de la política monetaria.

Con las palancas comentadas, el BCE seguirá favoreciendo un entorno acomodaticio. Sin embargo, el escenario tendrá otros condicionantes que podrían endurecer las condiciones financieras más de lo deseado, como las consecuencias económicas de la geopolítica (por ejemplo, *brexit*, tensiones entre la UE e Italia o las tensiones comerciales con EE. UU.), la tolerancia al riesgo de los mercados y el contagio que pueda generar el endurecimiento de las condiciones financieras globales.

En definitiva, EE. UU. y la eurozona se encuentran en fases distintas de su ciclo financiero: mientras que la política monetaria de la Fed está cerca de pasar a ser neutral o incluso restrictiva, la del BCE se mantiene en terreno ampliamente acomodaticio. Pero, en cierto modo, ambos se enfrentan a un riesgo común: el desacople entre su política monetaria y las condiciones financieras. Ambas instituciones intentarán gestionar bien sus herramientas para, en EE. UU., facilitar un ajuste gradual de las condiciones financieras y, en la eurozona, mantenerlas en terreno acomodaticio.

Adrià Morron Salmeron y Ricard Murillo Gili
CaixaBank Research

2. El presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, que ha criticado las políticas lideradas por Draghi repetida y públicamente, aparecía como favorito en las quinielas iniciales, bajo la premisa de que el BCE nunca ha tenido un presidente alemán. Sin embargo, precisamente por su fuerte oposición a las decisiones del BCE, parece haber perdido apoyos en favor de candidatos más continuistas, como el presidente del Banco de Francia, François Villeroy de Galhau.