

## El control de la corba de tipus: una nova eina per a la Fed?

- La Fed està considerant la possibilitat d'incorporar nous instruments a la caixa d'eines del banc central. El control de la corba de tipus (*yield curve control* o YCC) és una alternativa que cal considerar.
- Malgrat que es tracta d'una eina que comporta riscos importants, el Banc del Japó ha demostrat que un banc central amb credibilitat pot fer de l'YCC un instrument eficient. En aquest sentit, serà una alternativa rellevant si la Reserva Federal dels EUA decideix adoptar noves mesures.

La resposta de la Reserva Federal dels EUA a la crisi de la COVID-19 ha estat ràpida i contundent, amb una rebaixa important del tipus d'interès de referència (-150 p. b.) i amb una bateria de mesures destinades a augmentar la liquiditat, a donar suport al crèdit i a ancorar un entorn de tipus d'interès baixos (línies de *swaps* amb altres bancs centrals, compres de deute sobirà i corporatiu i programes de crèdit a petites i a mitjanes empreses, entre d'altres). Malgrat tot, la conjuntura continua sent molt exigent. Si la Fed necessita incrementar l'estímul, pot optar per intensificar les mesures actuals, però també s'ha posat sobre la taula l'opció d'adoptar noves eines. En concret, s'ha plantejat la possibilitat de controlar directament la corba de tipus, sobretot en el tram mitjà/curt, la qual cosa es coneix com *yield curve control* o YCC.<sup>1</sup> És una alternativa plausible? Quina és la seva efectivitat i quins riscos comporta?

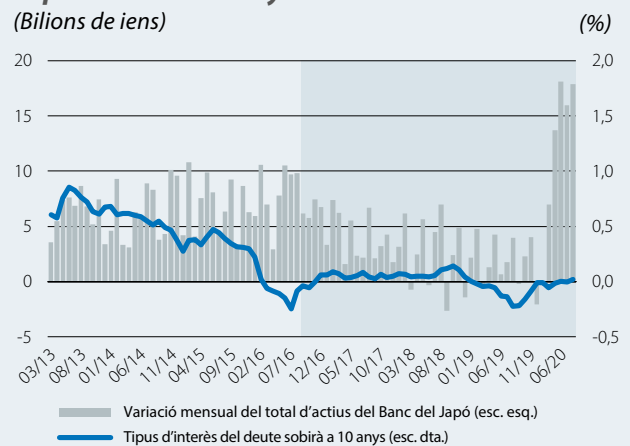
El control directe de la corba de tipus o YCC consisteix a fixar un tipus d'interès objectiu per a un tram concret de la corba de tipus sobirans (per exemple, el bo a 3, 5 o 10 anys) i comunicar la intenció d'adquirir aquest tipus d'actiu en la quantia necessària per mantenir el tipus d'interès en el nivell desitjat. Tot i ser poc convencional, aquesta eina ja s'ha utilitzat en algunes ocasions. El 1942, durant la Segona Guerra Mundial, la Reserva Federal va acordar amb el tresor nord-americà fixar els tipus d'interès de tota la corba de tipus de manera transitòria (mentre el deute sobirà es disparés pel finançament de la guerra). Per exemple, inicialment, es va fixar el tipus sobre el *treasury* a llarg termini en el 2,5%, de set a nou anys en el 2% i a un any en el 0,875%. Més recentment, els bancs centrals del Japó i d'Austràlia han implementat també un esquema de control del tipus d'interès sobirà. En concret, el Banc del Japó manté, des del setembre del 2016, el tipus d'interès sobirà a 10 anys en el 0%, mentre que el seu homòleg australià va fixar, després de l'esclat de la pandèmia de la COVID-19, el tipus d'interès a 3 anys en el 0,25%.

### El control de la corba de tipus sobirans pot ser molt eficient...

D'una banda, amb l'YCC, la Fed podria comunicar la política monetària de manera més clara i transparent i transmetre més certesa als mercats financers. Per exemple, mal-

1. Una alternativa seria la d'implementar tipus negatius, però la Fed ha estat molt clara a l'hora de mostrar els seus dubtes sobre aquesta eina.

### Japó: total d'actius del banc central i tipus sobirà a 10 anys



**Nota:** L'àrea ombrejada indica el període en què el Banc del Japó utilitza l'YCC. L'augment recent del balanç és degut a la resposta a la crisi econòmica provocada per la COVID-19.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

grat que les compres d'actius actuals ajuden a ancorar un entorn de tipus d'interès baixos, hi ha incertesa sobre fins a on desitja la Fed abaixar aquests tipus –o sobre quant de temps considera necessari mantenir-los baixos.

De l'altra, l'YCC té el potencial de ser una eina més eficient que les compres d'actius que realitza actualment la Fed.<sup>2</sup> En concret, si els inversors es mostressin convençuts de la intenció i de la capacitat de la Fed per fixar un tipus d'interès en un nivell donat, el banc central podria aconseguir el seu objectiu amb una participació menys activa al mercat de *treasuries* de la que té avui dia. Prenguem com a exemple el Banc del Japó. D'ençà que va anunciar l'YCC, el Banc del Japó ha complert raonablement bé l'objectiu de mantenir el tipus d'interès sobirà a 10 anys en el 0%, mentre que la dimensió del balanç ha augmentat d'una forma molt més gradual que abans de l'YCC (vegeu el primer gràfic). És més, a Austràlia (vegeu el segon gràfic), d'ençà que el banc central va anunciar aquesta eina, no ha estat necessari efectuar compres de deute sobirà. Aquesta aparent paradoxa és deguda a l'efecte de la credibilitat del banc central sobre els mercats: si els inversors creuen que el banc central actuarà amb contundència per complir l'objectiu fixat, les seves transaccions ja estaran molt con-

2. En l'actualitat, la Fed anuncia el ritme mensual de compra d'actius que pretén adquirir (80.000 milions de dòlars, aproximadament).

dicionades per l'expectativa que, al mercat, regeixi el preu que persegueix el banc central, de manera que no serà necessària una actuació tan contundent. No obstant això, aquesta és una reflexió de doble tall. Perquè no hi hagi dubtes sobre la credibilitat de l'YCC, la Fed hauria d'estar disposada i hauria de ser capaç d'adquirir actius de forma il·limitada,<sup>3</sup> de manera que, en moments de desconfiança, es podria veure forçada a realitzar moltes més compres del que seria inicialment desitjable.

**... però és una eina arriscada**

L'YCC genera alguns dubtes.<sup>4</sup> Primer, sobre la independència del banc central. Als anys quaranta, la Fed el va utilitzar per abaratir de forma deliberada el cost de finançament del tresor, quelcom que avui dia podria suscitar dubtes sobre la independència del banc central. Segon, la dimensió del balanç de la Fed es podria tornar més volàtil i la Fed podria perdre un cert control sobre el balanç. En concret, qualsevol element que generés dubtes sobre la voluntat o sobre la capacitat de la Fed per implementar l'YCC la forçaria a adquirir grans volums de deute sobirà per mantenir el tipus d'interès en el nivell objectiu. Tercer, el procés de retirada d'aquesta eina també comporta interrogants. Al començament dels anys cinquanta, quan la Fed va donar per finalitzat l'acord amb el tresor nord-americà, la sortida del programa va ser més complexa del que s'havia plantejat inicialment i el tresor nord-americà (o els contribuents, al capdavant) va absorbir una bona part de les pèrdues associades.<sup>5</sup> I, finalment, en un entorn en què els tipus d'interès sobirans ja es troben en nivells històricament baixos (vegeu el tercer gràfic), aquesta eina no oferiria un estímul addicional gaire significatiu (tot i que sí que serviria com a eina comunicativa i donaria més certesa).

Així i tot, aquesta eina té llums i ombres. El seu ús als EUA als anys quaranta va ser una mica turbulent, però, fins avui, l'experiència al Japó ha estat raonablement positiva, gràcies a la credibilitat del banc central. Atès que la Fed també la té, es podria beneficiar dels avantatges de l'YCC si la implementés en el tram mitjà/curt de la corba de tipus.<sup>6</sup>

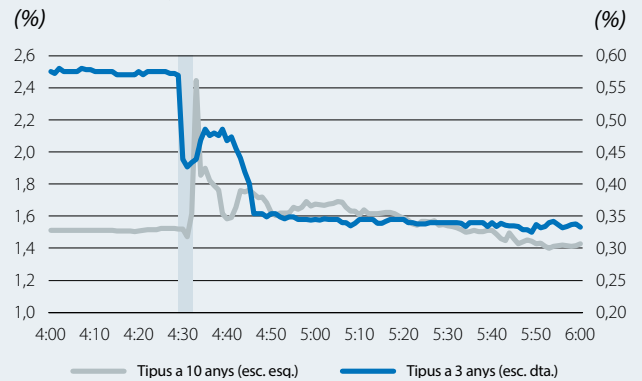
Ricard Murillo Gili

3. La necessitat que no hi hagi límits predefinits en les compres suggereix que és poc probable que, a Europa, el BCE pugui optar per l'YCC. De fet, al maig, el Tribunal Constitucional d'Alemanya va destacar l'existència de límits predefinits en els programes de compres del BCE com una de les garanties perquè no comportin una monetització del deute sobirà (prohibida als tractats).

4. Expressats, entre altres llocs, a les actes de la reunió de la Fed celebrada el 9 i el 10 de juny del 2020.

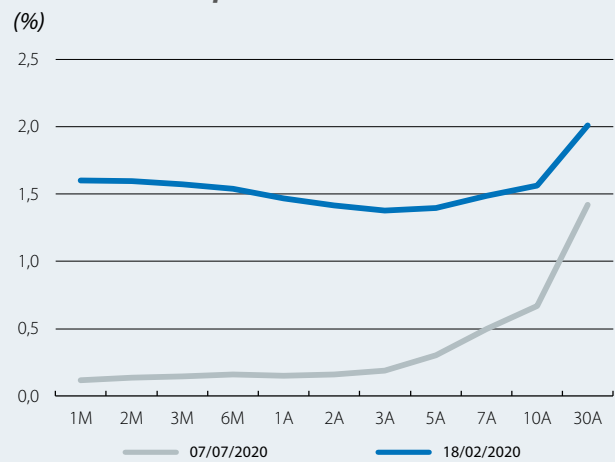
5. Amb la sortida de la Reserva Federal com a tenidora de bons sobirans, el seu preu va caure i va deixar en una situació compromesa els balanços

**Austràlia: tipus d'interès sobirans durant la reunió del banc central celebrada el 19 de març**



Nota: El comunicat del banc central es va publicar a les 4.30 hora central europea. Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**EUA: corba de tipus sobirans**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

de la resta de tenidors (institucions financeres principalment), la qual cosa va forçar el tresor a actuar per donar suport a aquestes institucions.

6. Diferents estudis assenyalen que l'YCC és més efectiu quan se centra en tipus d'interès a curt o a mitjà termini. La raó és que, perquè sigui creïble, el tipus d'interès fixat per l'YCC ha de ser coherent amb l'expectativa sobre els tipus d'interès de referència futurs. Per exemple, si es fixa un objectiu de l'X% per al tipus d'interès sobirà dels EUA a tres anys, l'objectiu X ha de ser coherent amb l'expectativa sobre la fed funds rate en els tres anys següents. I aquesta coherència és més fàcil de garantir amb tipus a curt i a mitjà termini.