

## El enfoque holístico del BCE

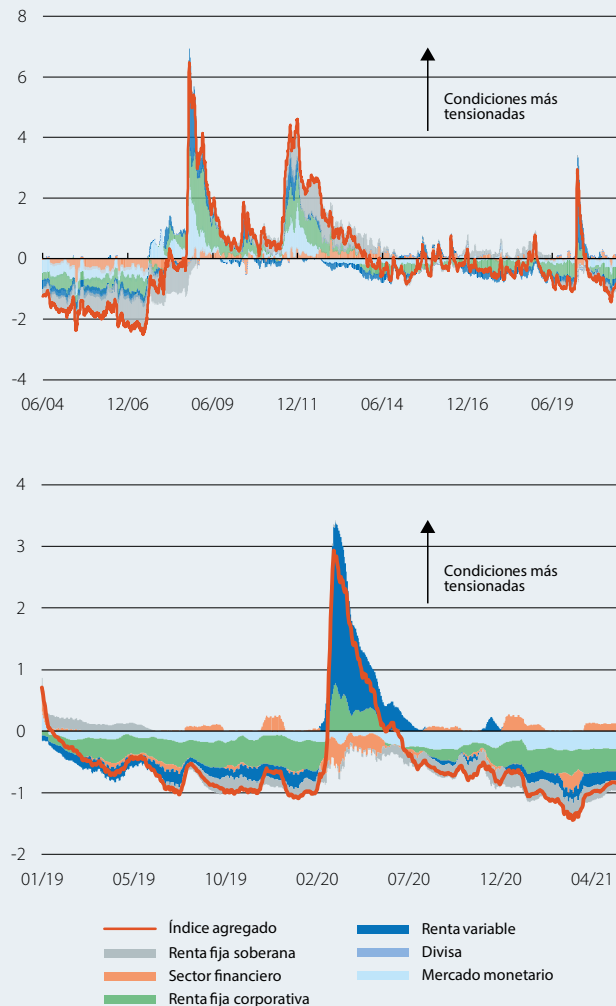
Una de las lecciones que dejó la crisis financiera global de 2008 es que las condiciones financieras pueden tener un fuerte impacto en la economía. También aprendimos que los cambios en las tasas de interés oficiales de los bancos centrales no siempre son suficientes para capturar todas las interacciones entre el sistema financiero y la economía real. Variables como el crecimiento del crédito, la volatilidad en los mercados financieros o los diferenciales entre varios activos en diferentes clases de riesgo también forman parte de las condiciones financieras y afectan al desempeño del consumo, el ahorro o la inversión. Es este universo de condiciones financieras, en su conjunto, el que termina influyendo sobre el desempeño de la economía real. De hecho, el propio BCE lo reconoce al describir las condiciones financieras como la «brújula que guía a la política monetaria».<sup>1</sup> Por lo tanto, si queremos entender mejor la toma de decisiones de política monetaria, debemos seguir con detenimiento la evolución de las condiciones financieras. Y para ello hay un paso previo importante: saber cómo medirlas.

### El índice CaixaBank Research de condiciones financieras para la eurozona en tiempos de pandemia

Con la intención de «tomar la temperatura» al entorno financiero que condiciona al desempeño macroeconómico y, por lo tanto, a las decisiones del BCE, hemos creado un índice que mide las condiciones financieras de manera amplia (véase la tabla).<sup>2</sup> En el primer gráfico podemos observar la evolución por componentes de este desde 2004. Del gráfico emerge un primer mensaje importante: el tensionamiento de las condiciones financieras durante las semanas más agudas de la pandemia de la COVID fue significativo pero menor al observado en 2008, con la crisis financiera, y en 2012, con la crisis de la deuda soberana en la eurozona. Y es que, a pesar de la

### Condiciones financieras de la eurozona: el índice de CaixaBank Research y sus componentes

Índice (0 = promedio histórico)



Fuente: CaixaBank Research.

### Segmentos y variables que componen el índice CaixaBank Research de condiciones financieras

Renta fija soberana	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tipo de interés del bono alemán a un año.</li> <li>Spread entre los tipos de interés del bono alemán a 10 años y tres meses.</li> <li>Spread entre un promedio ponderado de los tipos de interés de los bonos a 10 años de España, Italia y Portugal y el bono a 10 años alemán.</li> </ul>
Mercado monetario	<ul style="list-style-type: none"> <li>Spread entre los tipos de interés del euríbor a tres meses y el bono alemán a tres meses.</li> </ul>
Renta fija corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Markit ITraxx Index: CDS de entidades corporativas europeas de grado especulativo (<i>high yield</i>).</li> </ul>
Renta variable	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variación diaria en la cotización del Eurostoxx 600.</li> <li>Volatilidad del Eurostoxx 600.</li> </ul>
Divisa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variación diaria del tipo de cambio efectivo del euro (cesta de 19 divisas).</li> </ul>
Sector financiero	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variación diaria en la capitalización bursátil del sector financiero sobre la capitalización bursátil total del mercado.</li> <li>Variación en el crédito a hogares y corporaciones no financieras.</li> </ul>

Notas: Véase el anexo técnico para detalles sobre la metodología (en la versión web del artículo, disponible en [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)).

1. Véase Lane, P. *The compass of monetary policy: favourable financing conditions*. Discurso del 25 de febrero de 2021.

2. El índice se genera a partir de la matriz de varianzas de las variables listadas en la tabla mediante la metodología de componentes principales. El índice está normalizado y valores superiores (inferiores) a 0 indican unas condiciones financieras más tensionadas (relajadas) que su promedio histórico.

intensidad de la crisis de la COVID-19, su naturaleza es muy distinta a las anteriores: el origen de la crisis no es financiero, la economía parte de un estado de salud razonablemente bueno y el descenso de la actividad es temporal. Además, todas las esferas de la política económica han actuado de manera rápida y contundente para proteger al tejido productivo.

Si nos centramos en la evolución del índice desde inicios de 2020, observamos cómo la mayor parte del tensionamiento financiero en la primavera de 2020 procede del mercado de renta variable, que experimentó un intenso aumento de la volatilidad y las cotizaciones bursátiles se desplomaron de manera muy abrupta. Recordemos que las bolsas europeas llegaron a registrar caídas diarias del 14% y, desde el máximo del 1T 2020 hasta su nivel mínimo, el Eurostoxx 600 llegó a retroceder un 44%. Los otros mercados se tensionaron en menor magnitud, quizás porque muchos de ellos (mercado monetario y renta fija soberana) ya estaban relativamente anclados por las medidas acomodaticias que el BCE lleva años implementando. Sin embargo, se estresaron más o menos, prácticamente todos los segmentos del índice se tensionaron y la situación no empezó a mejorar hasta que el BCE tomó medidas extraordinarias<sup>3</sup> y la política fiscal anunció la puesta en marcha de una fuerte red de protección.<sup>4</sup>

**Preservando unas condiciones financieras favorables para la recuperación**

Ya en 2021, con la situación pandémica algo más controlada y el avance en la campaña de vacunación, se espera un repunte en la actividad económica global, aunque de manera desigual. Mientras que EE. UU. alcanzará sus niveles de actividad prepandemia en los próximos meses, en Europa se prevé una recuperación más gradual. Este dinamismo en EE. UU. se ha traducido en una elevación del tramo largo de la curva soberana<sup>5</sup> que la Fed ha tolerado, ya que responde a una mejora del escenario económico. Pero, en unos mercados financieros globales, este repunte podría arrastrar las condiciones financieras de la eurozona a un terreno desfavorable para la recuperación económica. Por esta razón, en sus últimas reuniones el BCE decidió acelerar «significativamente» el ritmo de compras dentro del PEPP, al menos durante el 2T 2021, con el fin de «prevenir un tensionamiento de las condiciones financieras».

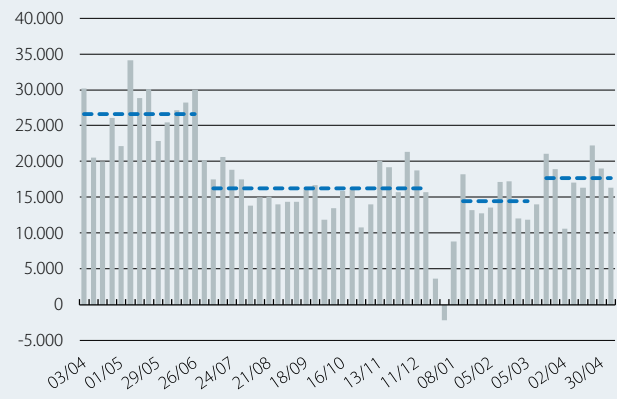
Sin embargo, nuestro índice no refleja un tensionamiento de las condiciones financieras de la eurozona. En el último

3. Aumento de las compras de activos a través del APP, creación del PEPP para adquirir activos por valor de hasta 1.850 millones de euros y aumento de la liquidez a través de las TLTRO, entre otros. Para más detalles véase el [Observatorio de bancos centrales](#).

4. Diferimientos de impuestos, garantías y avales a empresas, y medidas de ajuste temporal del empleo. Asimismo, a nivel de la UE, se aprobó el Next Generation EU con un importe de unos 750.000 millones de euros entre ayudas y préstamos.

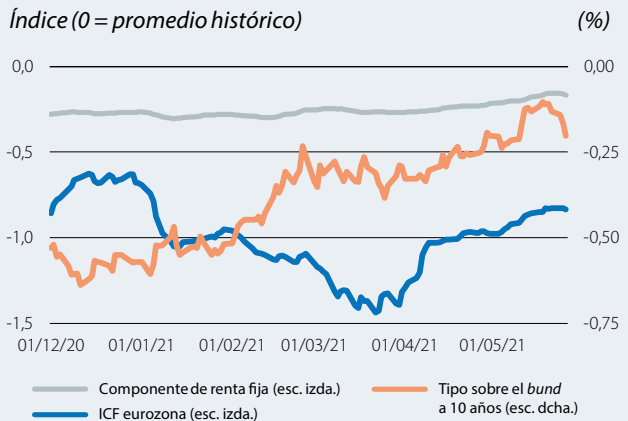
5. Para más detalles, véase el Focus «[Nuevo paquete fiscal en EE. UU.: ¿sobrecalentamiento a la vista?](#)» en el IM04 2021.

**BCE: compras semanales dentro del PEPP (Millones de euros)**



**Nota:** Las líneas discontinuas muestran, de izquierda a derecha, el promedio semanal durante el 2T 2020, la segunda mitad de 2020, el 1T 2021 (hasta la reunión de marzo del BCE) y tras el aumento «significativo» hasta la última fecha disponible.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Condiciones financieras y tipo de interés sobre el bund a 10 años**



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

gráfico podemos observar que tanto el índice como el subcomponente de renta fija fueron relativamente impermeables al repunte de los tipos de interés soberanos de la eurozona. Por un lado, los tipos de interés a corto plazo y las primas de riesgo soberanas se han mantenido estables en los niveles de principios de año, por lo que no han contribuido a tensionar las condiciones financieras. Además, el Índice CaixaBank Research de condiciones financieras sugiere que estas son especialmente sensibles a los mercados de renta fija corporativa, los tipos interbancarios y la volatilidad bursátil, mientras que las fluctuaciones del bund tienen un peso inferior (véase el anexo). Estos segmentos, a diferencia de los tipos soberanos de Alemania, no han acompañado al tensionamiento de los tipos de interés estadounidenses. Por esta razón, quizás no debería sorprender que el aumento en el ritmo de compras del 2T dentro del PEPP haya sido menor de lo que esperaban algunos analistas.

**Anexo. Nota técnica:**

Economistas y analistas de mercado han utilizado diferentes metodologías para resumir diferentes variables financieras en un índice que actúe como un «termómetro» de los mercados financieros y genere alertas a los responsables de la formulación de política económica.

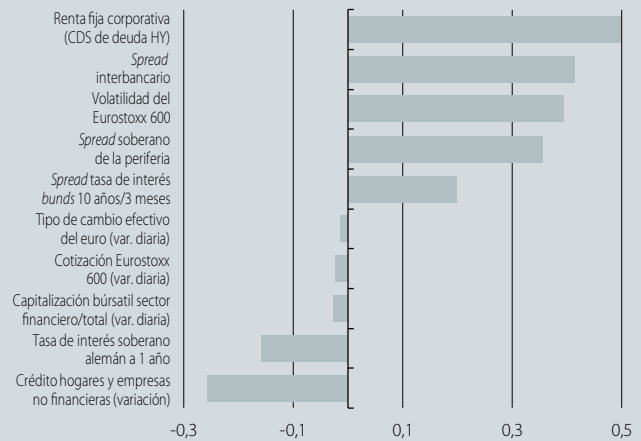
Existen distintas formas válidas para calcular índices de condiciones financieras. En este documento presentamos un nuevo índice para la eurozona para el periodo entre 2004 y 2021. Algunas de sus principales ventajas frente a otros índices son: (i) se basa en un conjunto de datos amplio, (ii) permite identificar la contribución de cada uno de sus componentes y (iii) su frecuencia es alta (diaria o mensual) y ofrece información a tiempo real.

Para calcular el índice se emplea la metodología de componentes principales (CP), que permite destilar el comovimiento de un amplio conjunto de variables financieras. Nuestro índice de condiciones financieras se corresponde con el primer componente principal que se obtiene con todas las variables seleccionadas. Para asegurar que los CP extraídos no estén indebidamente influenciados por las unidades de medida y la magnitud relativa de las series individuales, todas las variables se estandarizan con media 0 y desviación estándar igual a 1. Así, el índice presenta una media de 0 y se interpretan sus valores como desviaciones respecto al promedio histórico de las condiciones financieras. Cuando el índice toma valores positivos, las condiciones financieras están más tensionadas que en el promedio histórico, y viceversa. Por último, se ajusta el índice aislando el componente de las condiciones financieras que no está correlacionado con las condiciones económicas. Para ello se calcula el índice con el PMI compuesto y se excluye posteriormente al asignarle un peso de 0.

Las variables seleccionadas en nuestro índice están bien contrastadas en la literatura académica. El primer gráfico de este anexo muestra los pesos que tiene cada componente dentro del índice. Por ejemplo, un aumento de los spreads de crédito corporativos, de las primas de riesgo soberanas o de la volatilidad bursátil está asociado a un tensionamiento del índice de condiciones financieras. Por el contrario, un mayor crecimiento del crédito y un incremento del precio de las cotizaciones bursátiles van asociados a una relajación de las condiciones financieras. En el caso de la variable relacionada con la política monetaria (el tipo de interés soberano de Alemania a corto plazo), el signo es negativo (un aumento de los tipos va asociado a una relajación de las condiciones financieras), un resultado que puede parecer contraintuitivo pero que también obtienen Angelopoulou et al. (2014)<sup>6</sup> y que refleja el comovimiento entre este tipo de interés y el resto de las variables en el periodo de la muestra 2004-2021.

6. Angelopoulou, E., Balfoussia, H. y Gibson, H. D. (2014). «Building a financial conditions index for the euro area and selected euro area countries: what does it tell us about the crisis?». Economic Modelling, 2014, vol. 38, C, 392-403.

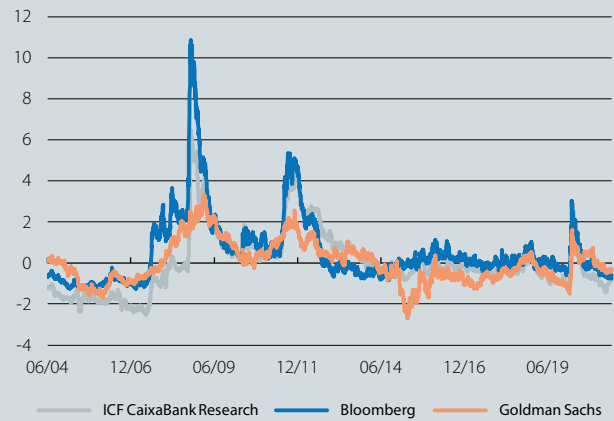
**Pesos componentes del índice**



Fuente: CaixaBank Research.

**Comparación entre índices de condiciones financieras**

Índice (0 = promedio histórico)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Por ejemplo, en periodos donde las perspectivas económicas mejoran, los tipos de interés a corto plazo pueden aumentar ante la expectativa de una subida de los tipos de interés oficiales. Sin embargo, lo que los CP detectan es que este movimiento convive, posiblemente, con un alza generalizada de las bolsas y unas condiciones financieras más relajadas.

En el último gráfico se compara el índice propio con dos alternativas de referencia: los índices de Bloomberg y Goldman Sachs. Los tres presentan un comportamiento muy similar y logran capturar de forma exitosa los eventos financieros tanto mundiales como específicos de la eurozona. De forma coherente con la literatura económica,<sup>7</sup> hay una aparente asimetría entre los picos y valles del índice: los periodos de estrés financiero son más pronunciados que los momentos de relajación financiera.

7. Véase Hansen, J. (2006). «A Risk Index for Euro-Denominated Assets». Danmarks Nationalbank Working Papers n.º 36.

*Durante el periodo analizado, se identifican tres picos de tensionamiento de las condiciones financieras. El primero de estos se produce durante la crisis financiera de 2008-2009, tras el colapso de Bear Sterns a principios de 2008 y particularmente después de que Lehman Brothers se declarara en quiebra en septiembre del mismo año. El segundo pico ocurre a mitad de 2011 con la crisis de deuda griega y el rescate financiero de Portugal que se pactó con la UE, el BCE y el FMI.*

*Finalmente, se presenta otro tensionamiento menor a los dos anteriores como consecuencia de la crisis por la COVID-19 en 2020, que ha sido contrarrestado rápidamente por las fuertes medidas de política monetaria no convencional del BCE, así como por una amplia batería de medidas fiscales.*

*Laura Becerra*