

## Sobre la reducción del balance de los bancos centrales

La intensificación de las presiones inflacionistas que se ha producido durante los últimos meses ha sido respondida por los bancos centrales con un adelanto en la retirada de los estímulos monetarios, primero a través del cese de las compras netas de activos y, más recientemente en la mayoría de los casos, con subidas de los tipos oficiales. En este artículo nos enfocamos en el siguiente eslabón en este proceso de normalización de la política monetaria: la reducción del tamaño del balance o *quantitative tightening* (QT), así es como se le conoce en la jerga financiera.

El QT es una medida de orden restrictivo de la política monetaria, a través de la cual los bancos centrales recolocan en los mercados los activos financieros adquiridos en sus programas de compras durante la fase de expansión monetaria (bonos, títulos y, en algunos casos, acciones).

A nivel operativo, los bancos centrales pueden ejecutar el QT no reinvertiendo los bonos que van venciendo en su cartera o, si quieren acelerar la reducción de su balance, pueden ir vendiendo los activos que poseen en los mercados a un ritmo mensual preestablecido. Hasta la fecha, solo la Fed ha llevado a cabo un proceso de QT, en el periodo 2017-2019 concretamente.

### La Fed anuncia un QT agresivo en 2022

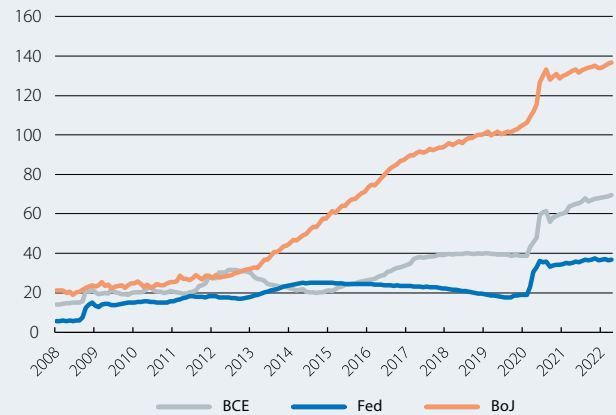
Con un total de activos de 8,9 billones de dólares al cierre de abril, lo que representa el 37% del PIB estadounidense, la Fed confirmó en la reunión de mayo su estrategia para reducir el tamaño de su balance.

El plan fija una velocidad máxima de reducción del balance de 47.500 millones de dólares al mes, a través de vencimientos de 30.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés). A partir de septiembre, la Fed tiene previsto ajustar este límite hasta los 95.000 millones de dólares mensuales (60.000 millones en *treasuries* y 35.000 millones en MBS).

El anuncio de reducción del balance sucede mucho más temprano en el proceso de normalización monetaria que en el ciclo anterior, cuando la Fed esperó dos años entre la primera subida de tipos oficiales (diciembre de 2015) y el inicio del QT (otoño de 2017). También, el ritmo de reducción es mucho más agresivo esta vez: en 2017 la Fed fijó un límite mensual de 50.000 millones de dólares, si bien, en la práctica, el ritmo inicial rondó los 10.000 millones.

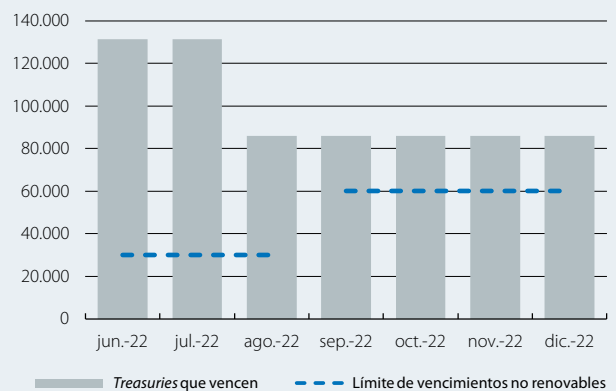
Con respecto a los bonos públicos, la Fed señaló recientemente que en los meses en los que los vencimientos no alcancen el límite impuesto, lo compensará a través de una reducción de su cartera de letras del Tesoro. Sin embargo, al menos durante 2022, los vencimientos de *treasuries* superarán cada mes el límite fijado, lo que impli-

**Bancos centrales: total de activos**  
(% del PIB)



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

**Fed: vencimientos de treasuries en 2022**  
(Miles de millones de dólares)



Nota: De acuerdo con información disponible hasta el 27 de abril.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

caría no solamente que la Fed no venderá letras activamente, sino que además deberá reinvertir parte de los activos a su vencimiento (véase el segundo gráfico). Con respecto a la cartera de MBS, es muy probable que en un momento inicial no se alcance el límite fijado para su reducción, pues la mayoría de los vencimientos se concentran a más de un año vista.

### ¿Cómo impacta el QT en los mercados financieros?

Dado lo inusual de esta medida, no hay un consenso en la comunidad de analistas sobre el posible impacto del QT, tanto en los mercados financieros como en la economía real.

En términos prácticos, el QT conlleva una disminución de la liquidez en el sistema financiero, a través de una reducción de las reservas bancarias en el banco central, ya que serán los bancos, entre otras instituciones financieras, los

que aumentarán la exposición en los activos de los que la Fed se deshaga. Así, en la medida en la que se reduce una parte importante de la demanda por estos activos (la del banco central), su tipo de interés aumenta, por lo que el QT acaba operando de forma similar a otras medidas de restricción monetaria.

Según Jerome Powell, la reducción del balance anunciado por la Fed para este año (de unos 520.000 millones de dólares o el 2,3% del PIB) sería equivalente a una subida adicional de 25 p. b. en los tipos oficiales. Tomando esta sensibilidad como referencia, el QT entonces equivaldría a un aumento de 50 p. b. adicionales en los tipos oficiales el año que viene.<sup>1</sup>

Con respecto al impacto en los mercados financieros, el QT ejercería, en primer lugar, una presión alcista en la rentabilidad en los activos afectados, es decir, los bonos públicos y privados, que verían caer su precio (y aumentar su tipo de interés) ante la mayor oferta neta. Este impacto suele ser más intenso en el tramo medio y largo de la curva, pues el banco central suele concentrar las compras de bonos en ese tramo de la curva. Dicho repunte en los tipos de referencia tendería a afectar negativamente a la renta variable, a los *spreads* corporativos y a fortalecer el dólar (véase en el último gráfico lo que ocurrió tras el anuncio del QT en 2017). El tamaño del impacto y su persistencia, no obstante, es difícil de cuantificar, dado el cómputo de factores que usualmente incorporan las cotizaciones de los activos financieros.

En el ciclo actual, el anuncio del QT ha intensificado el ascenso que se venía observando en la rentabilidad de la deuda soberana,<sup>2</sup> así como la volatilidad en los mercados de renta variable. Por su parte, el dólar ha agudizado su fortaleza frente a otras divisas, con una apreciación del 7% frente al euro desde inicio del año. Creemos que parte del ajuste en mercados del QT probablemente se ha dado, pues ya en enero la Fed había anunciado las pautas generales del plan. No obstante, no descartamos nuevos episodios de volatilidad, una vez que el QT se materialice a partir de junio.

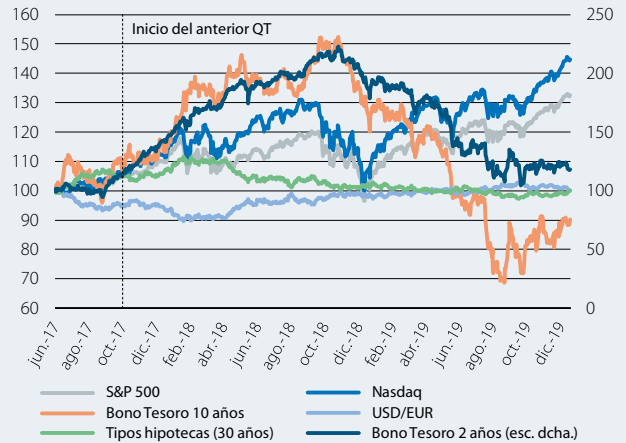
**¿Cómo se compara la Fed con otros bancos centrales?**

El proceso de reducción del balance no es único en EE. UU., pues otros bancos centrales ya están también inmersos en este proceso. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra, desde febrero, está dejando vencer los activos a su vencimiento y desde mayo vende activamente parte de su cartera de bonos corporativos, al tiempo que anunciará en verano las pautas para las ventas de bonos públicos.

1. Según estimaciones de la Fed, una reducción del 2% del PIB en el balance del banco central equivale a una subida de 20 p. b. en los tipos oficiales (véase <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-of-monetary-policy-instruments-20190719.htm>).  
 2. Véase el Focus «Sobre la subida en la rentabilidad de la deuda soberana» en el IM05/2022.

**EE. UU.: activos financieros**

Nivel (100 = 14 junio 2017) \* Nivel (100 = 14 junio 2017)



**Nota:** \* En esa fecha se anunció formalmente cómo se produciría el quantitative tightening (QT).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Por su parte, el banco central de Canadá y el de Australia también están dejando vencer activos a su vencimiento, mientras que el Riksbank sueco espera iniciar este proceso en los próximos meses.

En cambio, la situación en el BCE es algo distinta. Según los comunicados oficiales, hasta finales de 2024 el BCE reinvertirá los activos del PEPP a su vencimiento y los del APP durante un prolongado periodo tras la primera subida de tipos (algo que estimamos en dos años, aproximadamente). Y es que el riesgo de fragmentación financiera en la eurozona en caso de que el BCE desapareciese de los mercados de deuda no es negligible. Por este motivo es probable que el BCE, además de continuar reinvertiendo los activos a su vencimiento durante unos años, dote de flexibilidad a estas reinversiones para poder aplacar eventuales tensiones financieras asimétricas entre las diferentes economías.

*Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili*