

Sobre la reducció del balanç dels bancs centrals

La intensificació de les pressions inflacionistes que s'ha produït en els últims mesos ha estat resposta pels bancs centrals amb un avançament en la retirada dels estímuls monetaris, primer mitjançant el final de les compres netes d'actius i més recentment, en la majoria dels casos, amb pujades dels tipus oficials. En aquest article, ens centrem en la baula següent d'aquest procés de normalització de la política monetària: la reducció de la dimensió del balanç o *quantitative tightening* (QT), que és com és coneguda en l'argot financer.

El QT és una mesura d'ordre restrictiu de la política monetària, a través de la qual els bancs centrals recol·loquen als mercats els actius financers adquirits en els seus programes de compres durant la fase d'expansió monetària (bons, títols i, en alguns casos, accions).

A nivell operatiu, els bancs centrals poden executar el QT no reinvertint els bons que van venent en la seva cartera o, si volen accelerar la reducció del balanç, poden anar venent els actius que posseeixen als mercats a un ritme mensual preestablert. Fins avui, només la Fed ha dut a terme un procés de QT, concretament en el període 2017-2019.

La Fed anuncia un QT agressiu el 2022

Amb un total d'actius de 8,9 bilions de dòlars al final d'abril, que representa el 37% del PIB nord-americà, la Fed va confirmar, en la reunió del maig, la seva estratègia per reduir la dimensió del seu balanç.

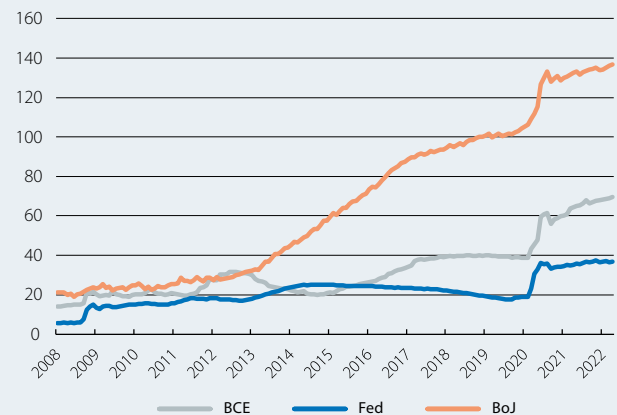
El pla fixa una velocitat màxima de reducció del balanç de 47.500 milions de dòlars al mes, mitjançant venciments de 30.000 milions de dòlars en bons del Tresor i la resta en venciments d'actius recolzats per hipoteques (MBS, per les sigles en anglès). A partir del setembre, la Fed té previst ajustar aquest límit fins als 95.000 milions de dòlars mensuals (60.000 milions en *treasuries* i 35.000 milions en MBS).

L'anunci de la reducció del balanç succeeix molt més d'hora en el procés de normalització monetària que en el cicle anterior, quan la Fed va esperar dos anys entre la primera pujada de tipus oficials (desembre del 2015) i l'inici del QT (tardor del 2017). El ritme de reducció també és molt més agressiu aquesta vegada: el 2017, la Fed va fixar un límit mensual de 50.000 milions de dòlars, tot i que, a la pràctica, el ritme inicial va vorejar els 10.000 milions.

Pel que fa als bons públics, la Fed ha assenyalat recentment que, en els mesos en què els venciments no assoleixen el límit imposat, el compensarà mitjançant una reducció de la seva cartera de lletres del Tresor. No obstant això, almenys durant el 2022, els venciments dels *treasuries* superaran cada mes el límit fixat, la qual cosa implicarà no solament que la Fed no vendrà lletres de forma activa, sinó que, a més a més, haurà de reinvertir una part dels actius al seu

Bancs centrals: total d'actius

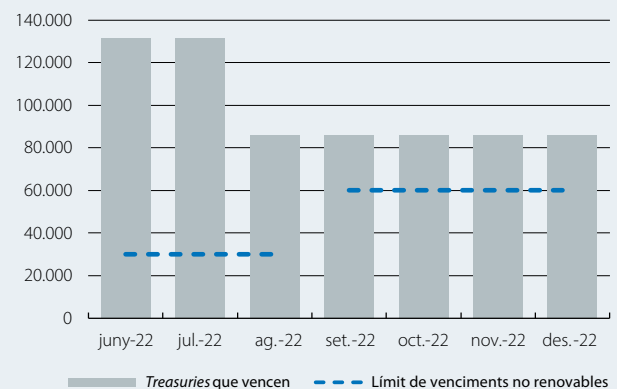
(% del PIB)



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

Fed: venciments dels treasuries el 2022

(Milers de milions de dòlars)



Nota: D'acord amb la informació disponible fins al 27 d'abril.

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

venciment (vegeu el segon gràfic). Quant a la cartera d'MBS, és molt probable que, en un moment inicial, no s'assoleixi el límit fixat per a la seva reducció, perquè la majoria dels venciments es concentren a més d'un any vista.

Com impacta el QT sobre els mercats financers?

Atès el caràcter inusual d'aquesta mesura, no hi ha un consens en la comunitat d'analistes sobre el possible impacte del QT, tant sobre els mercats financers com sobre l'economia real.

En termes pràctics, el QT comporta una disminució de la liquiditat en el sistema financer, mitjançant una reducció de les reserves bancàries al banc central, ja que seran els bancs, entre altres institucions financeres, els que augmentaran l'exposició en els actius dels quals la Fed es desfaci. Així, en la mesura que es redueix una part important de la demanda d'aquests actius (la del banc central), el seu

tipus d'interès augmenta, de manera que el QT acaba operant de manera similar a altres mesures de restricció monetària.

Segons Jerome Powell, la reducció del balanç anunciat per la Fed per a enguany (uns 520.000 milions de dòlars o el 2,3% del PIB) seria equivalent a una pujada addicional de 25 p. b. en els tipus oficials. Prenent aquesta sensibilitat com a referència, el QT equivaldria llavors a un augment de 50 p. b. addicionals en els tipus oficials l'any vinent.¹

Pel que fa a l'impacte sobre els mercats financers, el QT exerciria, en primer lloc, una pressió alcista sobre la rendibilitat dels actius afectats, és a dir, els bons públics i privats, que veurien caure el seu preu (i augmentar el seu tipus d'interès) davant la major oferta neta. Aquest impacte sol ser més intens sobre el tram mitjà i llarg de la corba, perquè el banc central sol concentrar les compres de bons en aquests trams. Aquest repunt dels tipus de referència tendria a afectar negativament la renda variable i els *spreads* corporatius i a enfortir el dòlar (vegeu, a l'últim gràfic, el que va succeir després de l'anunci del QT el 2017). La dimensió de l'impacte i la seva persistència, però, són difícils de quantificar, atès el còmput de factors que usualment incorporen les cotitzacions dels actius financers.

En el cicle actual, l'anunci del QT ha intensificat l'ascens que es venia observant en la rendibilitat del deute sobirà,² així com la volatilitat als mercats de renda variable. Per la seva banda, el dòlar ha intensificat la seva fortalesa enfront d'altres divises, amb una apreciació del 7% enfront de l'euro des de l'inici de l'any. Creiem que una part de l'ajust del QT als mercats s'ha donat probablement, perquè, ja al gener, la Fed havia anunciat les pautes generals del pla. No obstant això, no descartem nous episodis de volatilitat, quan el QT es materialitzi a partir del juny.

Com es compara la Fed amb altres bancs centrals?

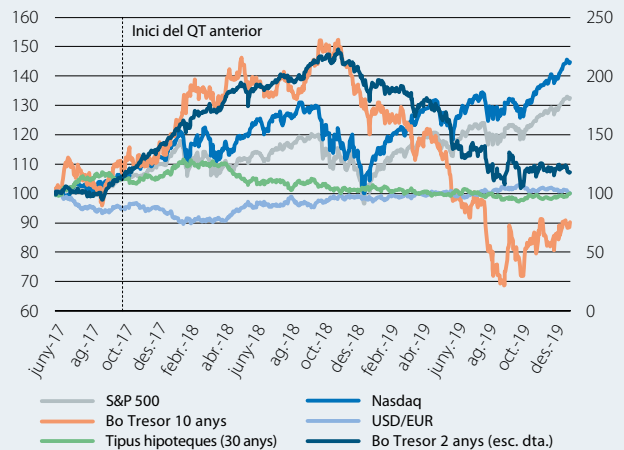
L'estratègia de reducció del balanç no és exclusiva dels EUA, perquè altres bancs centrals ja estan també immersos en aquest procés. Per exemple, el Banc d'Anglaterra, des del febrer, està deixant vèncer els actius en el seu venciment i, des de maig, ven activament una part de la seva cartera de bons corporatius, al mateix temps que anunciarà a l'estiu les pautes per a les vendes de bons públics. Per la seva banda, els bancs centrals del Canadà i d'Austràlia també estan deixant vèncer actius en el seu venciment, mentre que el Riksbank suec espera iniciar aquest procés en els propers mesos.

En canvi, al BCE, la situació és una mica diferent. Segons els comunicats oficials, fins al final del 2024, el BCE rein-

1. Segons les estimacions de la Fed, una reducció del 2% del PIB en el balanç del banc central equival a una pujada de 20 p. b. en els tipus oficials (vegeu <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-of-monetary-policy-instruments-20190719.htm>).
 2. Vegeu el Focus «Sobre la pujada de la rendibilitat del deute sobirà», a l'IM05/2022.

EUA: actius financers

Nivell (100 = 14 juny 2017) * Nivell (100 = 14 juny 2017)



Nota: * En aquesta data es va anunciar formalment com es produiria el quantitative tightening (QT).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

vertirà els actius del PEPP al seu venciment i els de l'APP durant un període llarg de temps després de la primera pujada de tipus (quelcom que estimem que succeirà en dos anys, aproximadament). I és que el risc de fragmentació financera a la zona de l'euro, si el BCE desaparegués dels mercats de deute, no és negligible. Per aquest motiu, és probable que el BCE, a més de continuar reinvertint els actius al seu venciment durant uns anys, doti de flexibilitat aquestes reinversions per poder aplacar les eventuales tensions financeres asimètriques que puguin sorgir entre les diferents economies.

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili