

## La big data dependence de los mercados y la política monetaria

En 2022, los bancos centrales han subido los tipos de interés agresivamente, como no se observaba desde los años ochenta. De manera más sigilosa, otra herramienta de política monetaria ha ejercido un impacto igualmente virulento en los mercados financieros: la comunicación. Solo hay que retroceder hasta el 10 de noviembre de 2022. En esa sesión, el tipo de interés soberano a 10 años de EE. UU. se desplomó en 30 p. b., su mayor caída diaria desde 2009 y el segundo descenso más brusco de los últimos 35 años. La causa, una sorpresa aparentemente inofensiva: la inflación de octubre en EE. UU., de un elevado 7,9% interanual, fue 2 décimas inferior a lo esperado por el consenso de analistas. Estas 2 décimas, por pequeñas que parezcan, reverberaron por los mercados financieros internacionales.<sup>1</sup> Y es que, debido a la incertidumbre del entorno y una reorientación en las herramientas comunicativas de los bancos centrales, los inversores se encuentran ávidos de información que les ayude a intuir los próximos pasos de la política monetaria.

### La comunicación de la política monetaria: una herramienta en reorientación

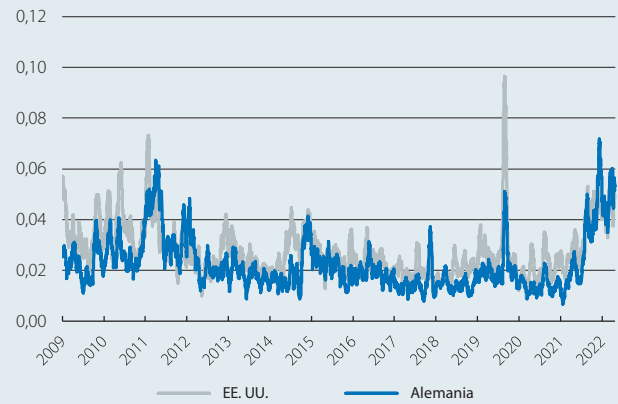
Esta reorientación comunicativa ha vivido tres etapas. A finales de 2021, los bancos centrales todavía daban mensajes razonablemente explícitos sobre la evolución de sus tipos de interés, y lo hacían tanto a corto como a largo plazo. Al empezar 2022, presionados por la persistencia e intensidad del rebote de la inflación, pasaron a ser explícitos sobre la intención de subir agresivamente los tipos de interés en las reuniones venideras. Y, en los últimos meses, la explicitud ha vuelto a menguar: los últimos mensajes siguen apuntando a más subidas de tipos, pero resaltan la incertidumbre del entorno y abogan por una toma de decisiones más flexible.

Por ejemplo, a finales de 2021, en EE. UU. la Fed decía que era apropiado mantener una política monetaria acomodaticia hasta que el mercado laboral alcanzara el pleno empleo y la inflación superara moderadamente el 2%, excediendo esta cota por un tiempo. En Europa, el BCE adoptaba una estrategia similar: mantendría los tipos en mínimos históricos hasta que no se proyectara una inflación del 2% de manera sostenida (algo que, según las expectativas de tipos en mercado, todavía tardaría entre 1 y 2 años en producirse). En 2022, cambiaron rápidamente de marcha, pero los mensajes sobre los tipos seguían siendo relativamente explícitos: la Fed subió tipos en marzo y declaró que seguiría subiéndolos en los siguientes meses, mientras que el BCE empezó a dar el mismo mensaje entre junio y julio. Así, habrán terminado 2022 con incrementos acumulados de más de 400 p. b. y 200 p. b., respectivamente. Llegados a este punto, ambos todavía apuntan a más subidas de tipos, pero sin piloto automático, con decisiones «reunión a reunión» y «según la evolución de los datos».

1. Hubo un elevado contagio sobre los tipos de interés de otros países. Por ejemplo, en Alemania el tipo soberano a 10 años cayó más de 15 p. b., mientras que el tipo español descendió 20 p. b. y el italiano se desplomó en casi 30 p. b.

### Variación diaria del tipo de interés a 10 años

Media móvil de 30 días (p. p.)



Nota: Promedio de la variación diaria en valor absoluto en ventanas de 30 días. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Alemania: sensibilidad de los tipos soberanos a sorpresas de inflación doméstica \*

(p. b.)



Nota: \* La sensibilidad corresponde al coeficiente  $\beta$  estimado en ventanas de 30 meses a partir de la regresión  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  es la variación diaria del tipo de interés,  $\pi_t$  es el dato de inflación observado y  $\pi_t^e$  es la inflación esperada por el consenso de Bloomberg. Fuente: CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos de Bloomberg.

Todo ello redundando en una menor previsibilidad, necesaria para que la política monetaria responda de manera ágil y adecuada a la evolución del escenario, pero que acentúa la incertidumbre del entorno y ayuda a entender el incremento de la volatilidad en los tipos de interés de mercado (véase el primer gráfico).<sup>2,3</sup>

### La sensibilidad de los mercados

Fed y BCE ponen la evolución de los datos al frente de sus próximas decisiones y, muy especialmente, el comportamiento de la inflación. De ahí la hipersensibilidad de los

2. Medidas relativas de volatilidad (es decir, que tienen en cuenta el nivel de partida de los tipos de interés) también se han asentado en 2022 en niveles superiores a los de la prepandemia (por ejemplo, el coeficiente de variación del tipo americano es un 90% superior al promedio de 2017-2019).

3. Una explicación complementaria para la mayor volatilidad en los tipos de interés es la menor liquidez que se está viviendo en distintos mercados de bonos, como el de *treasuries*. Véase Michael Fleming y Claire Nelson, «How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?», Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, 15 de noviembre de 2022.

mercados el pasado 10 de noviembre. Pero esta sensibilidad no es una anécdota de un día: ha ido sostenidamente en aumento a lo largo de 2022.

Como vemos en el segundo y tercer gráfico, los tipos de interés de la deuda a 2 y 10 años en los últimos meses se han vuelto más reactivos a las sorpresas de inflación tanto en Alemania como, sobre todo, en EE. UU.<sup>4</sup> Asimismo, como constata el cuarto gráfico, también ha ido en aumento la sensibilidad de los tipos de interés de Alemania a las sorpresas de los datos de inflación de EE. UU., mostrando lo que parece ser una mayor correlación entre el *treasury* estadounidense y el *bund* alemán.<sup>5</sup> Una consecuencia de esta volatilidad de los tipos es que la inferencia de expectativas de mercado a partir de las cotizaciones financieras debe hacerse con cautela: más allá de las expectativas sobre la política monetaria, estos tipos de interés probablemente incorporan primas de riesgo por la incertidumbre del entorno.

En una línea similar, en el último gráfico podemos ver también cómo la sensibilidad de otros tipos de activos en 2022 ha sido muy diferente del promedio observado en otros periodos. Especialmente marcado es el cambio de la sensibilidad de la bolsa estadounidense a las sorpresas de la inflación: no solo ha aumentado (en términos absolutos), sino que ha cambiado de signo. Una posible explicación es que mientras que en 2016-2021 una inflación más elevada de lo esperado por el consenso podría dar señales de una economía más dinámica y, por tanto, con mejores perspectivas sobre los beneficios empresariales, en la actualidad tal sorpresa implica la expectativa de una política monetaria más restrictiva, con el asociado impacto negativo en el crecimiento y en la rentabilidad bursátil.<sup>6</sup> Por otro lado, la sensibilidad negativa del tipo de cambio es coherente con el hecho de que sorpresas positivas en la inflación provoquen una apreciación del dólar ante la expectativa de subidas de tipos en EE. UU.

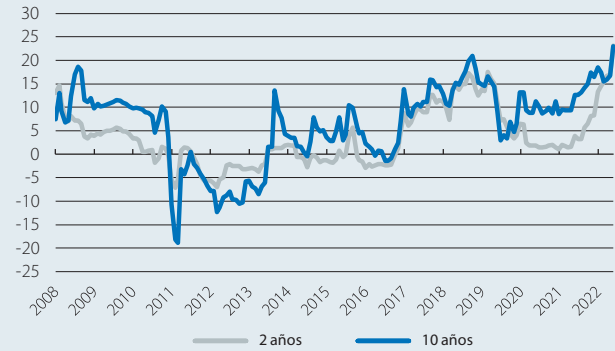
Por último, es importante resaltar que las sorpresas en el dato de inflación impactan las expectativas de inflación a corto plazo (identificadas en este caso con el *swap* de la inflación de los próximos dos años), mientras que no parecen tener efectos significativos sobre las expectativas a medio y largo plazo (identificadas con el *swap* de la inflación de 5 años en 5 años). Ello da muestra de que, pese a la excepcionalidad del escenario económico y financiero y la elevada inflación, los bancos centrales están siendo capaces de mantener su credibilidad y anclar las expectativas de inflación en niveles coherentes con el objetivo del 2%.

Ricard Murillo y María Suárez Marañón

4. En estos ejercicios, la sensibilidad estimada corresponde al coeficiente  $\beta$  de la regresión  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  indica la variación del tipo de interés sobre el bono soberano (de EE. UU. y Alemania a 2 y 10 años) en el día de publicación del dato de inflación,  $\pi_t$  es la inflación observada (*flash* en el caso de Alemania) y  $\pi_t^e$  es la inflación esperada por el consenso de Bloomberg. Estimamos la regresión con los datos de los 30 meses anteriores a  $t$  y mostramos el valor del parámetro  $\beta$  a lo largo del tiempo.  
 5. Una posible interpretación de esta mayor correlación es que los mercados leen las señales de EE. UU. como pistas sobre el devenir de Europa.  
 6. En cuanto a las primas de riesgo soberanas, en 2016-2021 solían comprimirse en respuesta a una sorpresa positiva de la inflación, mientras que en 2022 no se observa una respuesta significativa.

**EE. UU.: sensibilidad de los tipos soberanos a sorpresas de inflación doméstica \***

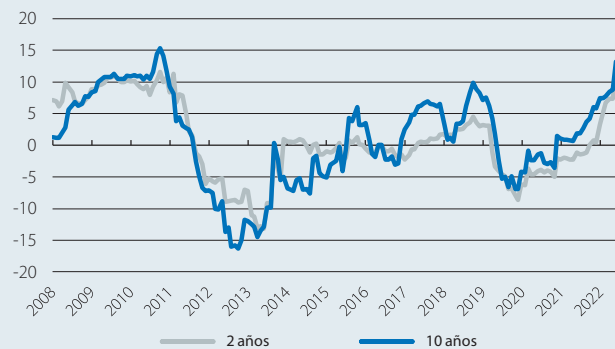
(p. b.)



**Nota:** \* La sensibilidad corresponde al coeficiente  $\beta$  estimado en ventanas de 30 meses a partir de la regresión  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  es la variación diaria del tipo de interés,  $\pi_t$  es el dato de inflación observado y  $\pi_t^e$  es la inflación esperada por el consenso de Bloomberg.  
**Fuente:** CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos de Bloomberg.

**Alemania: sensibilidad de los tipos soberanos a sorpresas de inflación en EE. UU. \***

(p. b.)

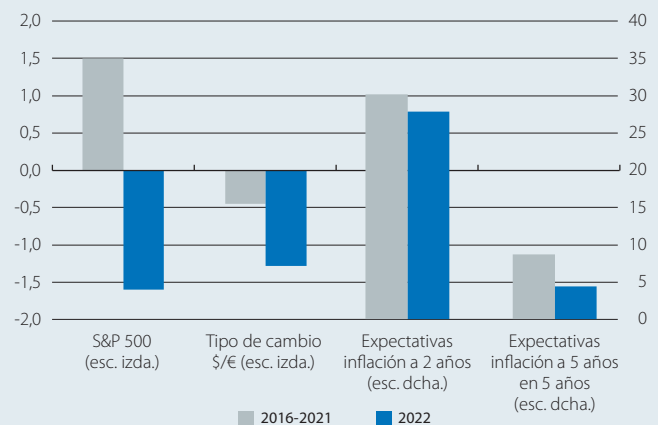


**Nota:** \* La sensibilidad corresponde al coeficiente  $\beta$  estimado en ventanas de 30 meses a partir de la regresión  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$ , donde  $\Delta i_t$  es la variación diaria del tipo de interés,  $\pi_t$  es el dato de inflación observado y  $\pi_t^e$  es la inflación esperada por el consenso de Bloomberg.  
**Fuente:** CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos de Bloomberg.

**EE. UU.: sensibilidad de variables financieras a sorpresas de inflación doméstica \***

(p. p.)

(p. b.)



**Nota:** \* La sensibilidad corresponde al coeficiente  $\beta$  estimado en ventanas de 30 meses a partir de la regresión  $\Delta y_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t$ , donde  $\Delta y_t$  es la variación diaria de la variable financiera en cuestión,  $\pi_t$  es el dato de inflación observado y  $\pi_t^e$  es la inflación esperada por el consenso de Bloomberg.  
**Fuente:** CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos de Bloomberg.