

## Nuevos retos para los bancos centrales

La intervención del Silicon Valley Bank (SVB) y su onda expansiva sobre el resto del sistema financiero internacional, además de suponer el enésimo obstáculo en el camino hacia la normalización del ciclo económico internacional, puede entenderse como una prueba para el doble mandato de los bancos centrales que se consolidó tras la crisis financiera de 2008, cuando el tradicional objetivo de inflación se vio completado con la estabilidad financiera, prerequisite para mantener los precios controlados, al propiciar un correcto funcionamiento del canal de transmisión de la política monetaria. En condiciones normales, este enfoque ampliado del papel de la política monetaria no suele suponer un problema para los bancos centrales, pues incluso son diferentes los instrumentos utilizados para alcanzar cada una de las metas: tipos de interés para la inflación frente a supervisión, regulación y líneas de liquidez para la estabilidad financiera.

Pero una subida acumulada de casi 400 p. b. en los tipos de interés mundiales en menos de un año, después de una década con rentabilidades cercanas a cero o en niveles negativos, constituye un cambio de régimen que puede poner a prueba el doble mandato de los bancos centrales. Especialmente cuando todavía no hay señales claras de un cambio de tendencia en las dinámicas de precios. ¿Qué hacer en estas ocasiones? ¿Mantener la hoja de ruta preanunciada, tomarse una pausa en el camino o, incluso, bajar los tipos de interés si las tensiones se intensificaran? De momento, los bancos centrales –pensamos que de manera acertada– decidieron cumplir con las subidas de tipos que habían preanunciado (25 p. b. la Fed y 50 p. b. el BCE), a la vez que se reforzaban las ventanillas de suministro de liquidez a los bancos. Otro tipo de decisión hubiese aumentado la desconfianza y, por tanto, incrementado el riesgo de contagio. De cara al resto del año, las decisiones se irán tomando de forma más flexible, según vayan evolucionando los indicadores de precios y actividad y teniendo en cuenta en qué medida los acontecimientos de marzo influyen en esta evolución a través de tres canales fundamentales: confianza de los agentes, condiciones financieras y oferta de crédito.

La primera valoración del mercado fue que el efecto desinflacionista ocasionado por las tensiones financieras permitirá a los bancos centrales ser algo menos agresivos en los próximos meses, lo que llevó a rebajar de manera importante las expectativas de tipos de interés, incluso volviendo a descontar bajadas de tipos en EE. UU. a partir del verano, en medio de un proceso de *risk-off*. Sin embargo, es pronto para intentar estimar los efectos sobre el ciclo de actividad y la inflación, pues, a la espera de la evolución del canal crediticio, el aumento de las primas de riesgo de crédito y los indicadores de volatilidad no se han visto acompañados por un deterioro de las expectativas de los agentes. Lo que pone de manifiesto que la rápida respuesta de los bancos centrales ha contribuido a devolver cierta tranquilidad.

Como suele ocurrir en los momentos finales de los procesos de endurecimiento monetario, es lógico que la estabilidad financiera cobre más protagonismo en la función de reacción de los bancos centrales. De todas formas, a la vista de los accidentes como el del SVB, el foco deberá estar puesto en la detección (y corrección) de modelos de negocio especialmente frágiles. Y en el aumento de la coordinación de la regulación y supervisión a nivel global, para evitar distorsiones como las ocasionadas por la intervención del Credit Suisse en el funcionamiento de importantes segmentos de los mercados de renta fija (AT1). Lo que parece seguro es que una vez más afrontaremos un año con mucha volatilidad en el mercado, pues en un solo trimestre hemos asistido a tres cambios de tendencia en el comportamiento de los activos financieros mundiales. Y en el que se volverá a poner a prueba el exigente mandato de los bancos centrales.

José Ramón Díez  
Abril 2023