

Nous reptes per als bancs centrals

La intervenció del Silicon Valley Bank (SVB) i la seva onada expansiva sobre la resta del sistema financer internacional, a més de ser l'enèsim obstacle en el camí cap a la normalització del cicle econòmic internacional, pot ser entesa com una prova per al doble mandat dels bancs centrals que es va consolidar després de la crisi financera del 2008, quan l'objectiu d'inflació tradicional es va veure completat amb l'estabilitat financera, prerrequisit per mantenir els preus controlats, en propiciar un funcionament correcte del canal de transmissió de la política monetària. En condicions normals, aquest enfocament ampliat del paper de la política monetària no sol representar un problema per als bancs centrals, perquè, fins i tot, els instruments utilitzats per assolir aquestes metes són diferents: tipus d'interès per a la inflació enfront de supervisió, regulació i línies de liquiditat per a l'estabilitat financera.

Però una pujada acumulada de gairebé 400 p. b. en els tipus d'interès mundials en menys d'un any, després d'una dècada amb rendibilitats pròximes a zero o en nivells negatius, és un canvi de règim que pot posar a prova el doble mandat dels bancs centrals. Especialment quan encara no hi ha senyals clars d'un canvi de tendència en les dinàmiques de preus. Què fer en aquestes ocasions? Mantenir el full de ruta preanunciat, fer una pausa en el camí o, fins i tot, abaixar els tipus d'interès si les tensions s'intensifiquen? Ara com ara, els bancs centrals –pensem que de manera encertada– han decidit mantenir les pujades de tipus que havien preanunciat (25 p. b. la Fed i 50 p. b. el BCE) i reforçar les finestretes de subministrament de liquiditat als bancs. Qualsevol altra decisió hauria augmentat la desconfiança i, per tant, hauria incrementat el risc de contagi. De cara a la resta de l'any, les decisions s'aniran prenent de forma més flexible, en funció de l'evolució dels indicadors de preus i d'activitat i tenint en compte en quina mesura els esdeveniments del març influeixen en aquesta evolució a través de tres canals fonamentals: confiança dels agents, condicions financeres i oferta de crèdit.

La primera valoració del mercat va ser que l'efecte desinflationista ocasionat per les tensions financeres permetrà als bancs centrals ser una mica menys agressius en els propers mesos, la qual cosa va comportar una rebaixa important de les expectatives de tipus d'interès i, fins i tot, es van tornar a descomptar baixades de tipus als EUA a partir de l'estiu, enmig d'un procés de *risk-off*. No obstant això, és aviat per intentar estimar els efectes sobre el cicle d'activitat i sobre la inflació, ja que, mentre s'espera l'evolució del canal creditici, l'augment de les primes de risc de crèdit i els indicadors de volatilitat no han anat acompanyats d'un deteriorament de les expectatives dels agents, la qual cosa posa de manifest que la ràpida resposta dels bancs centrals ha contribuït a retornar una certa tranquil·litat.

Com sol succeir en els moments finals dels processos d'enduriment monetari, és lògic que l'estabilitat financera guanyi més protagonisme en la funció de reacció dels bancs centrals. De tota manera, a la vista d'accidents com el de l'SVB, el focus s'haurà de posar en la detecció (i la correcció) de models de negoci especialment fràgils. I en l'augment de la coordinació de la regulació i de la supervisió a nivell global, per evitar distorsions com les ocasionades per la intervenció del Credit Suisse en el funcionament d'importants segments dels mercats de renda fixa (AT1). El que sembla segur és que, una vegada més, afrontarem un any amb molta volatilitat al mercat, perquè, en un sol trimestre, hem assistit a tres canvis de tendència en el comportament dels actius financers mundials. I, durant el qual, es tornarà a posar a prova l'exigent mandat dels bancs centrals.

José Ramón Díez
Abril 2023