Ajuste cuantitativo - Justificación e impacto en el mercado

Discurso de Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, en la reunión del Grupo de Contacto sobre el Mercado Monetario

Fráncfort del Meno, 2 de marzo de 2023

Hace ocho años, lanzamos el programa de compra de activos (APP). Fue la primera vez que el BCE empleó la flexibilización cuantitativa (QE) para ayudar a asegurar la estabilidad de precios cuando el espacio para nuevos recortes de las tasas de política monetaria se estaba viendo limitado por el límite inferior efectivo.

A estas alturas, existe una gran cantidad de pruebas que sugieren que el APP logró reducir los tipos de interés a largo plazo, estimular la actividad económica y aumentar la inflación en momentos en que las presiones sobre los precios eran inusualmente débiles.

Dado que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo habían aumentado considerablemente, en junio de 2022 decidimos poner fin a las compras netas de activos en el marco del APP a partir de julio. En diciembre, anunciamos que la cartera de APP disminuiría a un ritmo medido y predecible a partir de marzo de 2023. Esto entró en vigencia ayer cuando comenzamos a limitar las reinversiones de valores que vencen.

Hasta finales de junio de 2023, la cartera de APP disminuirá en 15.000 millones de euros al mes en promedio. Para nuestra cartera de bonos corporativos, las reinversiones restantes se inclinarán más fuertemente hacia emisores con un mejor desempeño climático, en línea con los objetivos del Acuerdo de París y sin perjuicio de nuestro mandato principal. En el segundo trimestre de este año, el Consejo de Gobierno volverá a evaluar el ritmo de reducción de la cartera de APP.

Comenzaré mis observaciones de hoy presentando la justificación para llevar a cabo el ajuste cuantitativo (QT).

 La reducción del tamaño de nuestro balance está justificada por tres razones: en primer lugar, para recuperar un valioso espacio de política en un entorno en el que el gran volumen actual de exceso de liquidez no es necesario para dirigir las tasas de interés del mercado a corto plazo; en segundo lugar, mitigar los efectos secundarios negativos asociados con un gran balance y huella del banco central en los mercados financieros; y tercero, retirar la política acomodaticia para respaldar nuestra postura de política monetaria prevista.

A continuación, explicaré los efectos de la reducción de nuestro balance en los mercados financieros más amplios. Si bien el QT no será simplemente una reversión de la QE, es probable que los inversores que anticipan la corrida del balance hayan revertido gradualmente parte de la compresión de las primas de riesgo inducida por nuestras compras de activos, contribuyendo así al retorno oportuno de la inflación a nuestro objetivo del 2%.

**¿Por qué el ajuste cuantitativo?**

Permítanme comenzar discutiendo la justificación de QT con más detalle.

**Recuperar el espacio de políticas cuando el exceso de liquidez es mayor de lo necesario**

La primera razón se refiere al marco operativo del BCE.

Tras el inicio del APP en 2015, de facto pasamos de un sistema de corredores para orientar los tipos de mercado a corto plazo hacia un sistema mínimo, ya que el gran aumento del exceso de liquidez hizo que los tipos del mercado monetario convergieran con el tipo aplicado por el Eurosistema a su facilidad de depósito (el tipo de la facilidad de depósito, o DFR; Diapositiva 2).

En la revisión en curso de nuestro marco operativo, estamos analizando si en el futuro operaremos bajo un piso o un sistema de corredores. Esperamos concluir este examen para finales de año.

Un elemento importante en nuestra discusión es la cantidad de reservas del banco central requeridas para dirigir efectivamente las tasas de interés a corto plazo, ya sea en un sistema de piso o de corredores. Esta cantidad informa nuestra toma de decisiones sobre cuándo podría ser necesario detener la normalización del balance.

Los cambios estructurales y regulatorios han hecho que la estimación de la demanda de reservas sea más difícil que antes de la crisis financiera mundial.

Sin embargo, nuestras estimaciones actuales sugieren que el monto de las reservas del banco central actualmente en poder del sector bancario supera, por un margen significativo, el nivel necesario para dirigir las tasas de mercado a corto plazo cerca de nuestra tasa de política clave, incluso bajo un sistema mínimo.

Esto implica que el tamaño actual de nuestro balance es mayor de lo necesario para implementar eficazmente nuestra orientación de política monetaria. Como tal, mantener una cartera de bonos grande absorbe un valioso espacio de política que puede ser necesario si las tasas de política monetaria se vieran limitadas nuevamente por el límite inferior efectivo. Por lo tanto, reducir el balance, en la medida de lo posible, es prudente y eficiente.

**Mitigar los efectos secundarios negativos de un gran balance**

La segunda razón para reducir la cartera de APP está relacionada con los efectos secundarios de administrar un balance grande.

Está bien documentado que las compras de bonos pueden hacer que las valoraciones de los precios de los activos en los mercados financieros e inmobiliarios se desvíen de sus fundamentos económicos, lo que aumenta tanto los riesgos para la estabilidad financiera como la desigualdad de la riqueza.

Mantener un balance demasiado grande también puede tener efectos secundarios indeseables.

Una es que podría poner en peligro la credibilidad del banco central al dar lugar a acusaciones de dominio financiero y fiscal.

Un segundo efecto secundario es que mantener un balance mayor de lo necesario aumenta la exposición del Eurosistema al riesgo de crédito y duración. La probabilidad y el alcance de las pérdidas netas son significativamente mayores cuanto mayor sea la cantidad de activos de tasa fija a largo plazo que el banco central mantiene en su balance.

Un tercer efecto secundario se refiere al funcionamiento de los mercados financieros.

El APP, junto con el programa de compras de emergencia pandémica (PEPP), ha dejado una huella visible en los mercados financieros de la zona del euro.

Las tenencias puras y simples de bonos soberanos de la zona del euro del Eurosistema ascienden actualmente a más de un tercio del mercado en circulación. Las garantías reales movilizadas para operaciones de financiación a plazo más largo aumentan aún más el gravamen de la deuda pública a través de operaciones de política monetaria.

Como resultado, la "prima de escasez" que los participantes del mercado deben pagar para obtener estos activos a menudo ha sido considerable, tanto en el mercado de repos como en el mercado de bonos. La creación y ampliación del mecanismo de préstamo de valores del Eurosistema han podido aliviar en parte estas tensiones.

Sin embargo, en tiempos de mayor incertidumbre, cuando la demanda de activos seguros y líquidos aumenta bruscamente, las condiciones del mercado tienden a deteriorarse visiblemente.

El aumento de la volatilidad del mercado del año pasado es un buen ejemplo.

A medida que los mercados revalorizaron la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo y aumentó la incertidumbre, el diferencial de swap de índices a un día (OIS) del Bund a dos años cayó a mínimos históricos, mientras que los segmentos del mercado de repos de la zona del euro se vieron sometidos a una presión significativa.

A veces, alrededor de la mitad del volumen de repos respaldados por garantías alemanas se negociaba más de 40 puntos básicos por debajo de la tasa de garantía general.

Esta escasez de activos puede retrasar, o incluso perjudicar, la transmisión de la política monetaria. Un diferencial negativo persistente entre el Bund y el OIS, por ejemplo, implica que las rentabilidades soberanas de la mayor economía de la zona del euro siguen siendo más acomodaticias de lo previsto por nuestra orientación política.

Del mismo modo, tomó más de una semana para que las decisiones de política tomadas en septiembre y octubre del año pasado se reflejaran plenamente en muchos segmentos del mercado de repos.

La dispersión entre las tasas del mercado de repos fue particularmente grande en la semana posterior a la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, cuando el DFR se volvió positivo. En ese momento, la incertidumbre sobre la remuneración de algunos de los depósitos no monetarios del Eurosistema exacerbó las preocupaciones de los inversores sobre la escasez de garantías.

El Eurosistema respondió suprimiendo temporalmente el límite máximo del tipo de interés del 0 % para los depósitos públicos y anunciando un nuevo ajuste a partir del 1 de mayo de 2023, incentivando una reducción gradual y ordenada de dichos depósitos con el fin de minimizar el riesgo de efectos adversos en el funcionamiento del mercado y garantizar la transmisión fluida de la política monetaria.

La escorrentía del balance, junto con una mayor emisión neta esperada, ayudará gradualmente a aliviar las tensiones subyacentes. Aumentará la cantidad de bonos del gobierno en manos de inversores privados y, por lo tanto, ayudará a suavizar la plomería del sistema financiero.

Con el tiempo, el QT será más eficiente a la hora de aliviar la escasez general de activos por unidad de variación del balance que los reembolsos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO).

Si bien los reembolsos recientes han reorientado al mercado la deuda pública que se había comprometido con el Eurosistema, la liberación de activos de garantía de alta calidad que son particularmente escasos en los mercados de repos ha sido limitada.

Esto se debe a que las entidades de crédito no tienden a movilizar sus activos más seguros y líquidos como activos de garantía con el Eurosistema, lo que refleja en parte la introducción de medidas de flexibilización de las garantías durante la pandemia.

El impacto del QT en la disponibilidad de bonos soberanos, por el contrario, depende de la composición de los valores que venzan en nuestra cartera del programa de compras del sector público (PSPP) para los cuales la proporción de jurisdicciones con calificaciones más altas es sustancialmente mayor que para las garantías liberadas por los reembolsos de TLTRO.

**Retirada de la acomodación en apoyo de la orientación deseada de la política monetaria**

La tercera consideración se relaciona con el efecto del stock de nuestras tenencias de bonos de política monetaria en nuestra orientación política.

Hemos aclarado que nuestros tipos de interés oficiales son actualmente la principal herramienta para restablecer la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el gran volumen de activos adquiridos en el marco de la QE sigue proporcionando una importante acomodación de la política monetaria que puede ir en contra de nuestros esfuerzos por devolver la inflación a nuestro objetivo del 2 % de manera oportuna.

QT deshará gradualmente este impacto acomodaticio

**Impacto más amplio en el mercado del ajuste cuantitativo**

Sin embargo, cómo funciona QT en la práctica es muy incierto. Hay pocos episodios históricos en los que los bancos centrales hayan reducido el tamaño de sus carteras de bonos.

**QT puede funcionar de manera diferente a la QE**

La experiencia de los Estados Unidos apunta a dos casos polares. A raíz del "taper tantrum" de 2013, la prima temporal de un rendimiento del Tesoro estadounidense a diez años aumentó mucho antes de que la Reserva Federal comenzara a reducir el ritmo de sus compras.

Si QT fuera QE a la inversa, se esperaría que la escorrentía del balance aumentara la prima por plazo, lo que compensa a los inversores por el riesgo de mantener un bono a más largo plazo. Después de todo, comprimir la prima a plazo eliminando el riesgo de duración es uno de los canales de transmisión clave de QE.

Sin embargo, la reducción del balance de la Reserva Federal que comenzó en 2017 no tuvo un impacto discernible en la prima por plazo. En cambio, durante ese episodio, se descubrió que QT había endurecido las condiciones de financiamiento, principalmente a través del impacto de las reservas más escasas del banco central en las tasas del mercado monetario a corto plazo.

En cuanto a la fase actual de QT en los Estados Unidos, el jurado aún está deliberando. Hasta ahora, sin embargo, las estimaciones de la prima por plazo se han mantenido comprimidas, lo que sugiere que el reciente aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. a diez años refleja, en general, una reevaluación de la trayectoria futura esperada de las tasas de interés a corto plazo.

La literatura apunta a tres posibles explicaciones de por qué el impacto del QT podría ser más moderado.

Una es que a QT le falta el componente de señalización de QE. Es decir, si bien las expansiones de los balances indican una política de tasas de interés más bajas durante más tiempo, las reducciones de los balances pueden proporcionar poca o ninguna información sobre la trayectoria futura de las tasas de interés a corto plazo.

La segunda razón es que la liquidación de la QE suele ser más gradual que la acumulación de activos.

La tercera explicación es que el QT a menudo ocurre en un entorno de mejor funcionamiento del mercado. De hecho, una de las razones por las que la QE fue tan efectiva al estallar la pandemia es que mejoró rápidamente la liquidez y redujo la volatilidad.

Sin embargo, aislar el efecto del QT es inherentemente difícil. Muchas fuerzas diferentes impulsan los rendimientos a largo plazo. Por ejemplo, las compras de valores del Tesoro de Estados Unidos por parte de inversores no residentes se aceleraron bruscamente el año pasado, probablemente reflejando los crecientes diferenciales de tasas de interés y el aumento de la incertidumbre a raíz de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo.

Solo los inversores extranjeros absorbieron casi el 60% de la oferta neta de bonos del Tesoro de Estados Unidos en 2022. El aumento de la demanda externa puede haber compensado, al menos en parte, el impacto de la mayor oferta de bonos real y esperada de QT.

Asimismo, la evolución reciente de los mercados de bonos en la zona del euro ha diferido de la de Estados Unidos. El año pasado, el rendimiento ponderado del PIB a diez años aumentó muy por encima de los niveles implícitos en las revisiones estimadas de la trayectoria futura esperada de las tasas de interés a corto plazo (diapositiva 10, lado izquierdo).

Hemos observado una evolución similar en todos los Estados miembros, también en el caso de los emisores con la calificación crediticia más alta (diapositiva 10, a la derecha). En Alemania, por ejemplo, los rendimientos a diez años han aumentado en aproximadamente 160 puntos básicos por encima del componente de expectativas puras desde diciembre de 2021.

**La creciente incertidumbre ha elevado las primas a plazo**

La pregunta, entonces, es por qué hemos visto un aumento tan amplio y persistente de los rendimientos soberanos en la zona del euro, y si, y en qué medida, está relacionado con los cambios en las expectativas de los inversores sobre el tamaño del balance del Eurosistema.

Para responder a esta pregunta, es útil recordar que la diferencia entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y el tipo medio esperado a corto plazo puede reflejar dos tipos de compensación de riesgos: una es la prima temporal sobre la tasa libre de riesgo, que en la zona del euro se estima típicamente a partir de las tasas en el mercado OIS. La otra es una prima de riesgo específica de cada país, que incluye el riesgo de liquidez y crédito. Esta prima puede medirse simplemente por el diferencial del rendimiento de un bono de la zona del euro sobre el tipo OIS equivalente.

Los modelos de estructura temporal muestran que, durante el año pasado, un aumento en la prima por plazo representó una parte significativa del aumento en la tasa OIS a diez años (Diapositiva 11, lado izquierdo). La prima a plazo OIS a diez años se encuentra actualmente en su nivel más alto desde 2013 (Diapositiva 11, lado derecho).

El aumento de la prima por plazo refleja dos acontecimientos interrelacionados. Uno es el cambio fundamental en el entorno de inflación de la zona del euro (la prima a plazo "nominal"). La prima de riesgo de inflación a diez años aumentó bruscamente después de un largo período de inflación persistentemente baja (diapositiva 12, lado izquierdo). Hace aproximadamente un año, se volvió positivo por primera vez en casi diez años.

El otro desarrollo se relaciona con la incertidumbre sobre la trayectoria futura de las tasas de interés a corto plazo (la prima a plazo "real"). El aumento de la incertidumbre inflacionaria, junto con la retirada de la orientación futura sobre los tipos de interés oficiales, ha aumentado la incertidumbre sobre los tipos de interés oficiales futuros y, por ende, la volatilidad del mercado (diapositiva 12, lado derecho).

Resulta que los cambios en la prima a plazo OIS a diez años pueden explicar en gran medida la brecha que ha surgido entre los rendimientos soberanos de la zona del euro y la trayectoria futura esperada de los tipos de interés a corto plazo. [ ]

En otras palabras, los cambios en la tasa libre de riesgo han sido el principal impulsor del mercado, de modo que el diferencial del rendimiento ponderado por el PIB a diez años de la zona del euro sobre la tasa OIS equivalente se ha mantenido en general estable en los últimos dos años (Diapositiva 13, lado izquierdo).

**La política monetaria incide en la capacidad de asunción de riesgos de los intermediarios**

Sin embargo, los cambios en la prima temporal OIS no pueden explicar completamente la brecha entre los rendimientos a diez años y la trayectoria futura esperada de los tipos de interés a corto plazo en todas las partes de la zona del euro. Los emisores con calificaciones crediticias más bajas, en particular, vieron aumentar sus diferenciales sobre el OIS, aunque en un grado limitado en la mayoría de los casos (Diapositiva 13, lado derecho).

Sin embargo, se esperaría un aumento en los diferenciales si QT fuera una reversión de la QE. Esto se puede ver al considerar uno de los principales canales de transmisión de compras de activos: el canal de reequilibrio de carteras.

Este canal funciona de dos maneras complementarias. Una forma es que las compras de activos reduzcan los rendimientos de los bonos gubernamentales de referencia y, por lo tanto, induzcan a una amplia gama de inversores a cambiar sus inversiones a activos de mayor riesgo. La otra es que al reducir la cantidad de riesgo de duración que tienen los intermediarios financieros apalancados, las compras de activos crean capacidad de balance para mantener otros activos de mayor riesgo.

En la zona del euro, el reequilibrio de la cartera ha sido poderoso, con primas de riesgo sobre bonos emitidos por bonos con calificaciones más bajas y empresas que han caído considerablemente debido a nuestras compras. Las perspectivas de QT podrían haber llevado a una inversión parcial de estos efectos, en particular después de un largo período de bajos tipos de interés.

En la práctica, sin embargo, es intrínsecamente difícil distinguir tales efectos del QT del impacto más directo de un aumento de la tasa libre de riesgo en la prima de riesgo específica del país. En la medida en que los bonos soberanos son riesgosos, sus rendimientos tienen que aumentar más que el aumento de la tasa libre de riesgo para compensar a los inversores por el aumento del riesgo crediticio. Cuanto mayor sea la deuda pública como porcentaje del PIB, más fuerte debería ser este efecto.

La literatura empírica sugiere, sin embargo, que no existe un vínculo mecánico entre los cambios en la tasa libre de riesgo y las primas de riesgo de crédito. La relación es a menudo no lineal y altamente dependiente del tiempo y del estado.

La experiencia de la zona del euro en los últimos 15 meses se ajusta a este patrón. La correlación entre las expectativas de tasas de política monetaria dentro de un año y el diferencial entre el rendimiento ponderado del PIB a diez años sobre el OIS ha estado lejos de ser perfecta desde diciembre de 2021 (Diapositiva 14, lado izquierdo). Ha habido períodos persistentes durante los cuales esta correlación ha sido débil o incluso negativa.

El año pasado, por ejemplo, después del anuncio del instrumento de protección contra la transmisión (ITP), las expectativas para la tasa de política futura aumentaron bruscamente de alrededor del 1% al 3%. Sin embargo, las primas de riesgo en los mercados de bonos soberanos se mantuvieron prácticamente sin cambios (diapositiva 14, lado derecho).

Estos acontecimientos sugieren que otros factores también estaban en juego. Uno de estos factores es la actitud de los participantes en los mercados financieros hacia el riesgo, más allá de los cambios en las pérdidas esperadas por incumplimiento.

Existe una creciente literatura que sugiere que la tolerancia al riesgo por parte de los inversores globales puede explicar una parte sustancial de los movimientos en los precios de los activos. La política monetaria, a su vez, es a menudo un importante impulsor de la tolerancia al riesgo.

Esto se puede ver en los mercados de bonos corporativos, donde los diferenciales de crédito pueden descomponerse en un componente que mide la probabilidad esperada de incumplimiento de las empresas y una prima de bonos "excesiva".

Este último ha demostrado ser un poderoso indicador de la capacidad de asunción de riesgos de los intermediarios financieros apalancados. La evidencia muestra que los cambios en el exceso de prima de los bonos pueden explicar prácticamente toda la respuesta condicional de los diferenciales de crédito a un cambio en la política monetaria.

La razón es que el endurecimiento de la política monetaria generalmente reduce la capacidad de asunción de riesgos de los intermediarios, aumentando así la compensación que requieren por el riesgo de almacenamiento, más allá de los cambios en la calidad del balance de los prestatarios.

Esto es precisamente lo que hemos visto en la zona del euro. En el primer semestre de 2022, el aumento del exceso de prima de los bonos representó el 80% del aumento total de los diferenciales de los bonos corporativos (diapositiva 15). En octubre, todavía representaba alrededor de dos tercios del aumento de los diferenciales de crédito.

**Canal de reequilibrio de cartera a la inversa**

Es probable que la reversión parcial del canal de reequilibrio de la cartera de compras de activos haya amplificado este mecanismo de transmisión en comparación con ciclos de ajuste anteriores.

De hecho, en el transcurso del año pasado observamos cambios significativos en la cartera, lo que resultó en la venta de grandes volúmenes de valores en el mercado secundario en un corto período de tiempo.

Las instituciones financieras no bancarias, por ejemplo, han descargado una parte notable de sus tenencias de bonos corporativos y soberanos de menor calificación que habían adquirido durante el período de compras de activos (Diapositiva 16, lado izquierdo).

Las restricciones regulatorias y las medidas internas de valor en riesgo implicaban que los intermediarios con restricciones de apalancamiento que generalmente absorben estas órdenes de venta enfrentaban mayores costos por mantener más inventario.

Como resultado, los intermediarios exigieron una mayor compensación por soportar la exposición al riesgo de crédito, por encima de las pérdidas esperadas, y redujeron su capacidad de intermediación, lo que resultó en mayores diferenciales de oferta y demanda, especialmente en los mercados de bonos corporativos de alto rendimiento (Diapositiva 16, lado derecho).

En pocas palabras, QT puede considerarse como QE a la inversa cuando se trata de reequilibrar la cartera, es decir, QE relaja la restricción de valor en riesgo de los intermediarios y, por lo tanto, crea espacio para una reasignación de carteras hacia activos de mayor riesgo. El fin de la QE, a su vez, ha hecho que estas restricciones vuelvan a ser más vinculantes.

La ausencia de evidencia empírica fiable sobre el QT dificulta una evaluación cuantitativa. Durante la QE, por ejemplo, vimos diferencias apreciables en el impacto de las compras en los rendimientos a lo largo del tiempo, con mayores efectos durante los períodos de tensión del mercado (Diapositiva 17, lado izquierdo).

Aunque las condiciones del mercado fueron volátiles durante la mayor parte del año pasado, es probable que los efectos de QT hayan sido más débiles que los de QE al estallar la pandemia.

Suponiendo una media de las elasticidades tensionadas y no tensionadas, el análisis de los expertos del BCE sugiere que las primas de riesgo en los mercados de bonos soberanos aumentaron gradualmente a medida que los inversores adelantaron sus expectativas sobre el momento y el ritmo de la corrida del balance (diapositiva 17, lado derecho).

En concreto, el personal técnico estima que el APP y el PEPP habían comprimido conjuntamente las primas de riesgo ponderadas por el PIB a diez años de los cuatro países más grandes de la zona del euro en unos 180 puntos básicos para finales de 2020.

Se estima que las revisiones en las expectativas del mercado sobre la evolución del tamaño de nuestro balance en los próximos años han revertido alrededor de 40 puntos básicos de este impacto máximo desde septiembre de 2021.

**Conclusión**

Todo esto sugiere, y con esto me gustaría concluir, que los efectos de reequilibrio de carteras son motores relevantes del mercado, tanto cuando los bancos centrales tienen la intención de ampliar su balance como cuando planean reducirlo.

Por lo tanto, es probable que las perspectivas de QT hayan complementado el endurecimiento de los cambios en nuestras tasas de política oficiales antes de que comenzara realmente la corrida del balance, contribuyendo así a un retorno oportuno de la inflación a nuestro objetivo del 2%.

Con el tiempo, la escorrentía de los balances reducirá nuestra huella de mercado, mejorará la liquidez del mercado y reducirá la exposición del Eurosistema al riesgo de crédito y duración, recuperando un valioso espacio de política. En cuanto a la reducción definitiva de nuestras tenencias de bonos dependerá principalmente de la demanda de reservas del banco central, derivada tanto de factores autónomos como del sector bancario, así como del marco operativo que pretendemos implementar a medio plazo.

Gracias.

