

## BANCOS CENTRALES

# Condiciones financieras en la zona euro, seguimiento a través de un indicador sintético

María Martínez / Juan Navarro

**Las condiciones financieras de la zona euro son un elemento clave que el BCE monitoriza para evaluar cómo las políticas monetarias puestas en marcha están afectando a las condiciones de mercado y su traslado a la economía real. En la fase de incipiente recuperación en la que se encuentra la economía de la zona euro, es indispensable que el BCE se asegure el mantenimiento de unas condiciones financieras especialmente laxas para garantizar que la recuperación culmina sin sobresaltos.**

## El marco: el tensionamiento “no deseado” de las condiciones financieras.

Como se explicaba en una nota previa ([ver](#)<sup>1</sup>), desde mediados de 2014 el Banco Central Europeo (BCE) ha venido poniendo en marcha una serie de medidas para afrontar distintos tipos de contingencias<sup>2</sup> que ponían en peligro la recuperación de la zona euro y, por tanto, la consecución del objetivo de la autoridad monetaria. Esta nota se centra en el tensionamiento “no deseado” de las condiciones financieras, donde el término “no deseado” estaría haciendo alusión al grado de relajación necesario dadas las condiciones cíclicas de la economía. Ello pone de manifiesto que este es un aspecto que preocupa particularmente al BCE, ya que el actual contexto de fragilidad de la recuperación requiere el mantenimiento de condiciones muy laxas, y donde las subidas de tipos de interés en otras jurisdicciones pueden terminar arrastrando al alza los tipos de interés en la zona euro.

Para ello, se ha construido un indicador a partir de distintas variables para extraer una señal sobre la evolución de las condiciones financieras en la zona euro. Dicho indicador nos permitirá extraer conclusiones en relación a la necesidad o no de que el BCE adopte nuevas medidas o, en su momento, se plantee su retirada.

Centrándonos en el periodo más reciente, desde mediados de 2014 el BCE ha puesto en marcha medidas para: a) relajar adicionalmente unas condiciones financieras moderadamente laxas en la zona euro, y b) reforzar su compromiso de mantener este tono muy acomodaticio durante un período prolongado de tiempo. En particular, en ese periodo, el BCE anunció sucesivas medidas: i) redujo el tipo de interés oficial hasta el mínimo histórico de 0.05%, ii) recortó el tipo de la facilidad depósito hasta terreno negativo, por primera vez en la historia, hasta el -0.20% y, iii) y prolongó hasta diciembre de 2016 la inyección de liquidez mediante subastas a tipo fijo y con adjudicación plena (Fixed Rate and Full Allotment o FRFA).

Las condiciones financieras, que se habían mantenido laxas en los años previos, se han relajado notablemente desde mitad de 2014 y hasta la primera mitad de 2015, pero durante el tercer trimestre de 2015 se ha observado cierto endurecimiento. Este tensionamiento se debió principalmente a la apreciación

<sup>1</sup> Perspectivas de inflación en la zona euro, seguimiento a partir de indicadores sintéticos ([ver](#)).

<sup>2</sup> El 24 de abril de 2014, el presidente del BCE, Mario Draghi, en un discurso ([ver](#)), aclaró la función de reacción del BCE señalando a tres contingencias contra las cuales el Banco Central debería actuar, y el tipo de herramientas que se utilizarían para hacer frente a cada una de esas contingencias.

del tipo de cambio, y también al incremento de los tipos de interés reales. Para tratar de contenerlo, y tras declarar en la reunión de monetaria de octubre que se estaba reevaluando la posibilidad de mayores medidas, el BCE tomó más medidas en su última reunión de política monetaria celebrada el pasado 3 de diciembre. El BCE decidió: i) recortar el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta -0,30%, ii) extender el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) hasta marzo de 2017 como mínimo, iii) ampliar el rango de activos comprados bajo el APP (gobiernos regionales y locales), y en un entorno en el que el banco central quiere dejar claro su compromiso de mantener una política monetaria acomodaticia durante un período prolongado de tiempo reforzó su *forward guidance*, anunciando iv) la reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el programa de compra de activos a medida que venzan y durante el tiempo que sea necesario y, por último v) extendiendo el FRFA hasta diciembre de 2017.

## El indicador: Indicador sintético para monitorizar las condiciones financieras

Esta nota, se centra en el análisis de la evolución de las condiciones financieras mediante la construcción de un indicador que permita anticipar un cambio en la orientación de política monetaria. Un aumento de los tipos de interés reales o una apreciación del tipo de cambio, tendría un impacto negativo en la demanda agregada, y por lo tanto, el endurecimiento de las condiciones financieras podría provocar que el banco central implementase medidas con el objetivo de flexibilizar más su política monetaria. Por el contrario, una disminución en los tipos de interés reales o una depreciación del tipo de cambio tendría el efecto contrario y contribuiría a implementar una política monetaria más restrictiva.

Desde que comenzó la crisis financiera, los **tipos de interés** en la zona euro, particularmente los de corto plazo, han estado condicionados por una política monetaria muy acomodaticia (con el tipo de interés de referencia en mínimos históricos y con inyecciones significativas de liquidez en el sistema). Sin embargo, a mediados de 2013, los tipos a corto plazo repuntaron significativamente. Detrás del incremento estuvo la posibilidad de la salida -antes de lo esperado por el mercado- del *Quantitative Easing* (QE) 3 (*tapering tantrum*) de la Reserva Federal (Fed), así como la disminución del exceso de liquidez causada por el repago de los préstamos al BCE suscritos por los bancos comerciales de la zona euro en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

Respecto al **tipo de cambio**, el EUR durante toda la crisis y hasta que el BCE anunció la posibilidad de implementar un programa de compra de activos en enero de 2015 (APP) se mantuvo en promedio por encima del 1.30 USD/EUR. En este contexto, el banco central ha continuado reiterando en sus discursos que esta variable no se enmarca dentro de sus objetivos, aunque ha reconocido que es un factor relevante dado su significativo impacto en la estabilidad de precios y el crecimiento.

¿Qué muestra el indicador? A partir de mediados de 2014, las condiciones financieras comenzaron a relajarse por ambas vías ya el BCE puso en marcha medidas para atajar el tensionamiento que se estaba produciendo. Por el lado del tipo de cambio, el EUR comenzó la senda deprecatoria desde niveles superiores a 1.38 USD/EUR que recogía una esperada divergencia en política monetaria entre EEUU y la zona euro (*tapering* en EEUU y más medidas por parte del BCE). Las insinuaciones de que un programa de compra de activos podría llevarse a cabo y el posterior anuncio del mismo – más contundente que el esperado - contribuyó a una relajación adicional (llevando al indicador a -3 desviaciones típicas) tanto por la vía del tipo de cambio (que llegó a cotizar en 1,05 USD/EUR), así como por los tipos de interés (con buena parte de los tipos de los bonos europeos en terreno negativo, sobretudo de países centrales, y primas de riesgo de países periféricos en niveles significativamente bajos).

El tercer trimestre de 2015 estuvo marcado por un incremento de los tipos de interés, sobre todo los de largo plazo, al hilo de la mejora de expectativas dentro de la zona euro y una vez que buena parte del efecto inicial del APP se había diluido. La reducción del diferencial de crecimiento esperado por los mercados entre la zona euro y EEUU, así como el retraso de la primera subida de tipos de la Fed y la mayor aversión al riesgo global, devolvió al EUR puntualmente a niveles de 1.15 USD/EUR que resultó en que el indicador sintético se situase en niveles cercanos a -2 desviaciones típicas.

En el mes de noviembre, el incremento de las expectativas de medidas adicionales por parte del BCE (que se han visto, en parte, colmadas tras su última reunión), contribuyó a la reducción de los tipos de interés reales y a la depreciación del EUR, que tuvieron su reflejo en cierta moderación del indicador sintético. Sin embargo, las medidas tomadas por el BCE en diciembre decepcionaron al mercado que esperaba más medidas y más contundentes, y en las últimas semanas se ha producido un cierto endurecimiento de las condiciones<sup>3</sup> por la apreciación del EUR, y por un cierto repunte de los tipos de interés. Por otro lado, la subida de tipos de la Fed es un factor muy importante a monitorizar porque podría arrastrar al alza los tipos de interés en la zona euro en los próximos meses.

Gráfico 1  
**Indicador sintético para monitorizar las condiciones financieras**  
 Desviaciones estándar respecto a la media



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

<sup>3</sup> Este tensionamiento no se aprecia en el indicador, pues tiene periodicidad mensual.

## Anexo: Construcción del indicador

Estos indicadores se construyen utilizando análisis de componentes principales, un método estadístico que analiza los factores responsables de la co-circulación de varias variables. Suponemos que existe un factor principal que influye en esta co-movimiento, y mediante la extracción de este factor (el primer componente principal) se crea un índice.

Para combinar estas diversas variables se calcula el Z-score de cada una, y luego el primer componente principal de estos Z-score (datos desde junio de 2007 para todas las variables).

Las variables incluidas en el indicador:

- Euro: Tipo de cambio efectivo nominal (NEER, por sus siglas en inglés) ( datos mensuales)
- Tipos de interés de corto plazo: Eur 1y1y forward OIS (datos mensuales)
- Tipo de interés reales: medidos como el 5 años swap de la euro zona en términos reales (datos mensuales)
- Prima de riesgo de los países periféricos: diferencial del tipo de interés del bono a 10 años de España, Italia, Irlanda y Portugal (en promedio ponderado, 35%, 35%, 20% Y 20% respectivamente) versus el tipo de interés del bono alemán (datos mensuales)

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.