

# Artículos de Prensa

Madrid,  
20 de septiembre de 2013  
**Análisis Económico**

## Expansión

**Sonsoles Castillo**  
Economista Jefe de Escenarios  
Financieros de BBVA Research

## El efecto arrastre de la Fed y el BCE

Los mercados han estado y seguirán estando guiados en el futuro más inmediato por las decisiones de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Desde primavera los mercados han estado inmersos en un periodo de alta volatilidad. El anuncio de la moderación del ritmo de compras de activos de la Fed –el famoso tapering– desencadenó una fuerte reacción que hasta finales de agosto supuso un ajuste intenso y generalizado a la baja de precios de renta fija y una corrección de precios del conjunto de activos de mercados emergentes. Pero esta misma semana se está produciendo una reversión en los mercados, primero con el anuncio de que Larry Summers abandonaba la carrera para presidir la Fed y, después, con la decisión del banco central de EE.UU. de mantener el ritmo de compras de activos, algo no esperado por el consenso. Con todo ello, queda patente, una vez más, el efecto arrastre de la Fed sobre los mercados globales.

¿Por qué han generado tanta convulsión en los mercados los anuncios y las decisiones finales de la Fed? Fundamentalmente por la incertidumbre que produce el propio proceso de salida de las políticas de expansión cuantitativa. Si la aplicación de las políticas de expansión cuantitativa y guía de evolución de tasas de interés ha sido una primera vez para el banco central y para los mercados, la salida de los mismos también es una primera vez. El tapering marca un punto de inflexión y el reto para la Fed no es menor, pues tiene que guiar al mismo tiempo, pero de forma separada, las expectativas sobre la moderación de compras de activos y sobre los tipos de interés de la política monetaria a futuro, el llamado forward guidance. Así, aunque la Fed ha comunicado de forma muy explícita que la salida será gradual, que estará vinculada a la recuperación económica y que la reducción de las compras de activos no implica subidas inmediatas de los tipos de política monetaria, los mercados reaccionaron fuertemente. Quizá porque han cotizado los escenarios más negativos, tipos de interés muy altos, o porque la flexibilidad por la que ha optado por ahora la Fed dista bastante de la certidumbre que demandaría el mercado. La disyuntiva entre reglas frente a discrecionalidad es ya un debate abierto en la academia.

Más allá del efecto que este proceso está generando en Estados Unidos, es patente la creciente preocupación de su efecto en otros mercados. Aquí nos vamos a fijar en los europeos. El contagio de los movimientos de tipos de interés en Estados Unidos en los tipos de interés europeos ha sido muy elevado. En los tramos largos de la curva de rendimientos no debería extrañar dada la experiencia histórica que muestra que la rentabilidad de la deuda alemana ha estado tradicionalmente ligada a la rentabilidad de la deuda americana, incluso después de tener en cuenta los shocks globales de crecimiento y de tensiones financieras. Pero es que además, en los meses recientes se está produciendo también un aumento de los tipos cortos, un aumento indeseado dado que la situación cíclica en Europa dista mucho de la americana. La recuperación cíclica en Europa está más atrasada, es más frágil y con más riesgos a la baja.

¿Qué pueden hacer los bancos centrales, como el Banco Central Europeo (BCE), para mitigar o atajar este impacto? La primera acción que adoptó el BCE fue adoptar su propia estrategia de forward guidance, a través de un cambio en su comunicación que introdujo ya antes del verano. El BCE anunció que mantendría los tipos de interés en los niveles actuales, o por debajo, por un periodo de tiempo prolongado. De esta manera optó por una fórmula que podríamos calificar como ligera (o “cualitativa” según su propia nomenclatura) pues no se compromete ni con el periodo de tiempo ni con la evolución de ningún indicador económico, como sí hiciera la Fed

o ha hecho el Banco de Inglaterra. A juzgar por cómo han evolucionado los tipos de interés, se puede decir que la estrategia de desalineamiento de la Fed no está funcionando. Y eso no sólo porque no compromete con reglas explícitas al BCE, sino que ni siquiera supone anunciar nada que no esté implícito por ejemplo en unas perspectivas de inflación que para el mismo BCE no superan el 2% en 2014. Todo ello está suponiendo que las condiciones monetarias se sigan tensionando más allá de lo que sería deseable. El BCE ha dado señales de que no ha agotado todas las herramientas, por tanto, si las condiciones así lo exigen, si la situación de mercados perdura y la economía europea no da señales de mayor fortaleza, el banco central se vería empujado a tomar alguna de las medidas que guarda en la recámara. Entre ellas estaría recortar los tipos de interés de referencia, lanzar una nueva línea de liquidez o incluso, lo que sería más agresivo, dar un paso adicional en la política de comunicación pasando a un forward guidance “cuantitativo” o al menos más explícito que el vigente.

La decisión de la Fed manteniendo por ahora el mismo volumen de compra de activos en su balance dará un respiro a los mercados, pero será cuestión de tiempo que, con la consolidación del ritmo de crecimiento de la economía, el efecto de la Fed se deje sentir de nuevo.