

En tiempos de crisis, creatividad monetaria

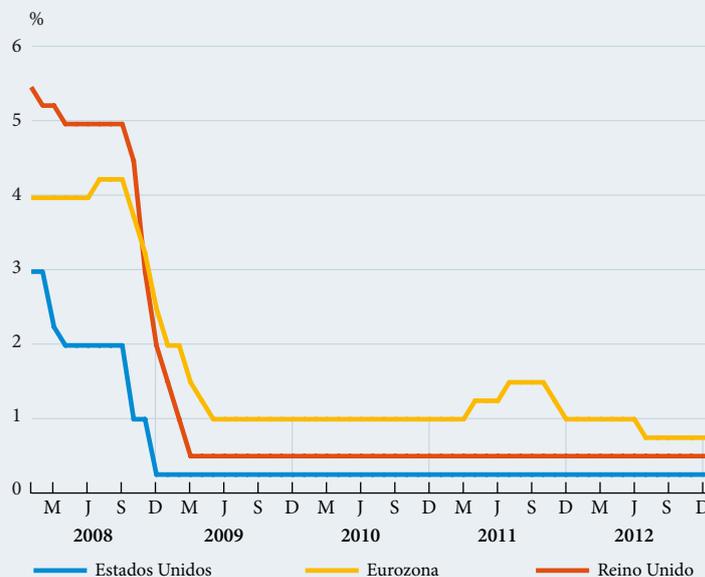
Dijo Einstein que «en tiempos de crisis, solo la imaginación es más importante que el conocimiento»; una máxima que, sin duda, han hecho suya los principales bancos centrales a ambos lados del Atlántico y Pacífico. La severidad de la crisis, la falta de apoyo desde el flanco fiscal y el escaso margen de maniobra por la vía tradicional les han empujado a buscar nuevas vías tanto para aplacar turbulencias financieras como para estimular sus debilitadas economías.

En circunstancias normales, ante la anemia económica o riesgos fundados de deflación –dejando aparte las turbulencias–, el comité de política monetaria recurriría a su caja de herramientas «convencionales» para cumplir con su precepto habitual: estabilidad de precios y, en determinados casos –como el de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed)–, también un aceptable nivel de empleo. En esa caja, el instrumento principal es el tipo de interés de referencia a muy corto plazo: la Fed realiza operaciones de mercado abierto mediante la compra de deuda pública en el mercado secundario para influir en el tipo interbancario y acercarlo a dicha tasa de referencia; el BCE hace lo propio mediante subastas de fondos a corto plazo. De este modo, se pretende influir sobre una serie de metas intermedias (agregados monetarios y la curva de tipos de interés tanto en los mercados interbancarios como de deuda pública) para que, en última instancia, espoleen los objetivos últimos del banco central: empleo y/o precios.

Con todo, las circunstancias recientes distan mucho de ser normales. Para empezar, las tensiones financieras en el albor de la crisis truncaron el buen funcionamiento de los mercados de crédito, obligando a la mayoría de bancos centrales de las grandes economías avanzadas a ponerse el traje de prestamista de última instancia e inyectar liquidez en el sistema bancario. Por otra parte, la magnitud y duración de la crisis empujaron a esos mismos bancos centrales a llevar el tipo de interés oficial prácticamente a cero, cerrando la posibilidad de mayores estímulos

PROBLEMAS CON LOS INSTRUMENTOS CONVENCIONALES: TRAMPA DE LIQUIDEZ (ZERO LOWER BOUND)

Tipo de interés de referencia



FUENTE: Bancos centrales.

por esa vía y evidenciando las limitaciones de dicho instrumento como única herramienta de política monetaria. Es lo que se conoce como trampa de liquidez, circunstancia en la que la política monetaria convencional pierde su capacidad para influir sobre el ciclo económico.

A dicha trampa hay que añadirle otro infortunio: la rotura del canal de transmisión entre los instrumentos operativos y las mencionadas metas intermedias. Ni las masivas inyecciones de liquidez ni la laxitud de la política monetaria han conseguido destrabar dicho canal debido, en gran medida, a la persistencia de la disfunción en los mercados de crédito. Ello se atribuye, a su vez, a las dificultades del sistema financiero; la aversión al riesgo; unas expectativas económicas futuras excesivamente pesimistas; y a la necesidad del sector privado de desendeudarse –agravado todo ello, en el caso europeo, por el riesgo de convertibilidad–. Sin una fluidez adecuada de dicho canal, las medidas de política monetaria dejan de influir lo suficiente sobre sus objetivos finales; explicando, en parte, por qué las contundentes rebajas del tipo de interés a corto plazo no han surtido un mayor impacto sobre la actividad económica.

En esa disyuntiva, ante la excepcionalidad de la crisis y cuando las herramientas usuales de la política monetaria no están logrando su objetivo –porque se han agotado o porque no funcionan como deberían–, entra en escena una nueva batería de medidas «no convencionales». El uso del tamaño y composición del balance del banco central (*políticas de balance*), por un lado, y una cuidada comunicación de la estrategia de política monetaria a medio plazo (*forward policy guidance*), por otro, pasan a ser los instrumentos clave, tanto para enderezar la actividad como para combatir disfunciones financieras.

La razón de ser de ambas estrategias pende de la siguiente tesis: el tipo de interés que determina realmente las decisiones de gasto es el tipo de interés real (tipo nominal menos expectativas de inflación) a largo plazo. Por lo tanto, aun con el tipo de interés nominal a corto en cero, la política monetaria dispondría de margen para influir sobre la demanda agregada (y por ende, en precios y empleo) vía expectativas de inflación o vía tipo nominal a largo plazo⁽¹⁾. Un modo de lograr reducir el tipo de interés real mediante un empujón a las expectativas de inflación consiste en embarcarse, intencionadamente, en una conducta marcadamente expansiva, comprometiéndose, de forma creíble, a mantener el tipo de interés nominal bajo en el futuro. ¿Cómo? Mediante el anuncio de un objetivo de inflación suficientemente elevado durante un periodo prolongado de tiempo, o bien, reforzando ese compromiso inflacionista –que puede pecar de poca credibilidad– con una fuerte expansión del balance del banco central que, en cierta medida, le maniate, en el futuro. Parafraseando a Paul Krugman, la autoridad monetaria debe comprometerse a ser irresponsable y a resultar creíble.

Así pues, aunque ya es habitual que las autoridades monetarias expliciten tanto sus objetivos como sus intenciones de futuro, recientemente se detallan mucho más. Esta mayor minuciosidad de comunicación pretende modificar las expectativas del mercado para que confíen en que las tasas de interés prevalecerán bajas durante un periodo prolongado, lo que ayuda a reducir los tipos de interés reales a largo plazo. A modo ilustrativo, cuando la Fed anunció en agosto de 2011 que mantendría los tipos oficiales bajos hasta mediados de 2013, el mercado reaccionó con una bajada de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de 20 puntos básicos –un efecto equivalente al que hubiera resultado de una rebaja del tipo de interés de referencia de 75 puntos básicos⁽²⁾.

Cómo no, también se ha recurrido a la segunda línea de intervención no convencional: la compra, por parte del banco central, de un amplio rango de activos financieros, a niveles sin precedentes. Estados Unidos ya lleva tres

(1) Véase Noguera, M. (2011), «Deflación, tipos cero... y otras trampas», Informe Mensual, "la Caixa".

(2) Véase Chung *et al.* (2011), «Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?», Working Paper Series Federal Reserve Bank of San Francisco. Y Chung *et al.* (2005), «Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements», International Journal of Central Banking.

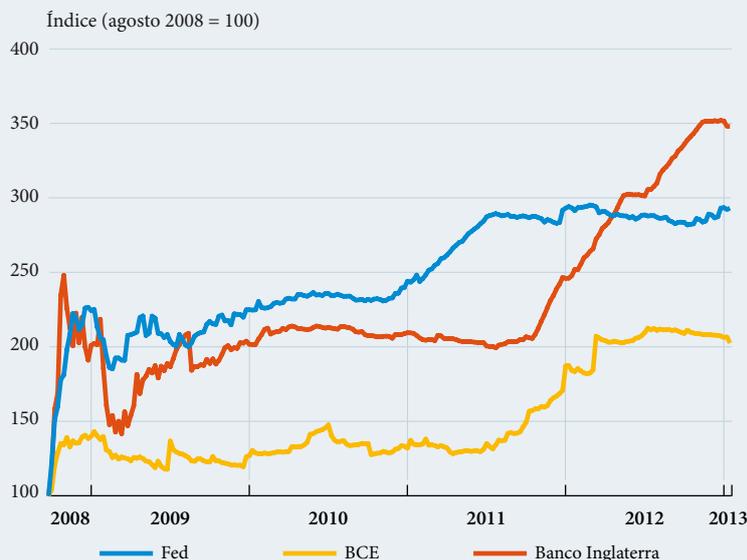
rondas de lo que se ha rebautizado como «*Quantitative Easing*» (QE), adquiriendo deuda pública y privada por un valor superior a los 2,4 billones de dólares. El Banco de Inglaterra (BoE) también ha optado generosamente por el QE, con un desembolso acumulado en torno a los 375.000 millones de libras. El BCE, por su parte, lleva compra de deuda pública y privada por un valor cercano a los 300.000 millones de euros.

Como resultado, el balance de los principales bancos centrales se ha expandido y modificado significativamente (véase gráfico siguiente). En relación con su tamaño precrisis, el del BoE ha sido el que más ha aumentado, más que triplicando sus activos ($\times 3,4$). Le sigue la Fed, que los ha multiplicado por tres, mientras que el BCE los ha duplicado. Y si bien comparten su apuesta por los nuevos instrumentos, las actuaciones de dichos bancos centrales revelan, asimismo, diferencias significativas. En tanto que los dos primeros implantaron aceleradamente la política de QE, el BCE lo hizo de forma mucho más gradual y moderada, recurriendo, en un principio, a instrumentos de los que ya disponía incluso antes de la crisis.

En definitiva, la actuación de los bancos centrales a lo largo de la crisis ha sido extraordinaria. Ante la urgencia y el cometido ineludible de ayudar a sus economías a reencauzar una senda de estabilidad y crecimiento, no han dudado en recurrir a medidas poco convencionales, a pesar de que la inexperiencia en su manejo plantea dudas relevantes (véanse recuadros «Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado)» y «Riesgos de una política monetaria en fase experimental», respectivamente). Tampoco han titubeado a la hora de desempeñar su función como prestamistas de última instancia, proveyendo la liquidez necesaria para evitar situaciones de pánico financiero. Con todo, más allá de este impasse, puede que la crisis haya alterado el paradigma económico, obligando a replantearse los objetivos de política monetaria. Pero esto ya es otro tema (véase recuadro «Nuevos objetivos de política monetaria»).

CRECEN LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES

Balances



FUENTES: Bancos centrales y elaboración propia.

*Este recuadro ha sido elaborado por Clàudia Canals
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*