



Política monetaria después de la crisis

Oscar G. Solís L.¹

A raíz de la crisis financiera de 2008 y 2009 se ha producido un animado debate sobre las causas de la crisis y cómo pueden ser reducidos los riesgos de crisis futuras. Algunos culpan a la política monetaria expansiva por sentar las bases para la crisis. Actualmente también hay un acalorado debate sobre el futuro de la política monetaria y si es necesario modificarla a la luz de la crisis actual y cuál debe ser su relación con la estabilidad financiera. En este documento me quiero referir a las lecciones para la política monetaria derivadas de la crisis financiera, así como a la relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera, el papel que juegan otros instrumentos de política monetaria que no sea la tasa de política, y algunos problemas para los mercados emergentes derivados de los flujos de capital y de los movimientos del tipo de cambio. Mis conclusiones son las siguientes: la crisis no fue causada por la política monetaria, sino por otros factores, principalmente fallas de regulación y supervisión financiera en combinación con algunas circunstancias especiales, tales como bajas tasas de interés reales debido a los desequilibrios mundiales y el mercado de vivienda y la política de financiamiento de la misma en Estados Unidos de América (EE UU). Por lo anterior, la política monetaria acomodaticia implementada en los EE UU en los años previos no causó la crisis actual.

Una lección de la crisis es que la estabilidad de precios no es suficiente para lograr la estabilidad financiera. Pero, sobre todo, un instrumento como la tasa de interés de política monetaria no es suficiente para lograr dicha estabilidad financiera. Por lo cual, una política separada y dirigida específicamente a la estabilidad financiera es necesaria para alcanzar su estabilidad. Teniendo en cuenta que la implementación de un marco operativo de política monetaria de metas explícitas de inflación flexibles —aplicada en forma adecuada y utilizando toda la información que sea relevante para el pronóstico de la inflación y la utilización de recursos de la economía, incluyendo la información proveniente sobre la conducción de la política de estabilidad financiera cuando



sea apropiado— sigue siendo, en mi opinión, la política monetaria de mejores prácticas antes, durante y después de la crisis financiera. A mi criterio, fue la política de estabilidad financiera la que falló y causó la crisis que, por lo tanto, es necesario modificarla con el objetivo de mejorarla y no la política monetaria como sugieren algunos autores. Cuando se dice que se debe mejorar la política de estabilidad financiera, es importante entender que la política monetaria es distinta y difiere de la política de estabilidad financiera en muchos aspectos. Las dos políticas tienen diversos objetivos y diferentes instrumentos apropiados para estos propósitos. Por otra parte, la responsabilidad del diseño de la política monetaria y del control de los instrumentos monetarios para la ejecución de la misma dependen del banco central, pero la responsabilidad de la política de estabilidad financiera y el control de los instrumentos financieros es en la mayoría de países una responsabilidad compartida entre diversas autoridades y agencias de gobierno.

Es importante distinguir conceptualmente entre la estabilidad financiera de la política de la política monetaria con su objetivo de estabilidad de precios, evitando la confusión conceptual y práctica entre las dos políticas. Una confusión riesgosa que conduce a peores resultados para ambos tipos de políticas y haciendo más difícil responsabilizar a los políticos de sus acciones. Tratar de utilizar la política

Contenido

Política monetaria después de la crisis

¹ Traducción libre del artículo "Monetary policy after the crisis" Deputy Governor Riskbank, Lars E. O. Svensson, noviembre de 2011.

monetaria para lograr la estabilidad financiera conduce a peores resultados para la política monetaria y es una manera ineficaz para lograr y mantener la estabilidad financiera. Sin embargo, el hecho de que la política de estabilidad financiera y la política monetaria sean diferentes no significa que no hay interacción entre ellos. Esta interacción debe ser considerada en ambos casos. La política monetaria debe ser realizada tomando en cuenta la conducción de la política de estabilidad financiera, y viceversa. Esto es similar a cuando la política monetaria se lleva a cabo tomando en cuenta la trayectoria de la política fiscal, y viceversa. Es importante destacar que, en condiciones normales, la estabilidad financiera es manejada por la política de estabilidad financiera, no por la política monetaria. La política monetaria debe ser la última línea de defensa para la estabilidad financiera, no la primera.

De ello se desprende que tratar de establecer que la estabilidad financiera debe ser un objetivo de la política monetaria tiene muy poco sentido. Sin embargo, la estabilidad financiera como un objetivo para el banco central tiene sentido si el banco central toma control sobre los instrumentos de estabilidad financiera. Las herramientas estándar de la política monetaria son la tasa de política y la comunicación. Durante la crisis, cuando los tipos de interés han estado en o cerca de su límite de cero, hemos visto cómo otros instrumentos menos convencionales han sido utilizados, incluyendo Compra de Activos a Gran Escala (Large-Scale Asset Purchase, LSAPs) por la Reserva Federal. Creo que el LSAPs llevada a cabo por la Reserva Federal ha tenido importantes efectos beneficiosos sobre la economía de EE UU y que las objeciones que se han planteado en su contra no son convincentes.

Proporcionar a los agentes una orientación sobre la futura trayectoria de la tasa de política monetaria se ha utilizado como una herramienta no convencional en las declaraciones

públicas del Banco Central de Canadá, el Banco de Japón y la Reserva Federal durante la crisis. Sin embargo, dar a los agentes económicos pronósticos sobre una orientación futura ha sido por muchos años un instrumento de política convencional de los bancos centrales de Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y República Checa. Durante mucho tiempo he estado a favor de publicar el pronóstico de la tasa de política monetaria en forma regular, lo anterior basado en la experiencia existente de publicar tales pronósticos y en el hecho de que son importantes para la economía y para las decisiones del sector privado, no precisamente cuáles van a ser exactamente las tasas de política monetaria durante unos pocos meses hasta la próxima reunión de política sino qué tan grandes serán los movimientos en las mismas. Estos pronósticos sobre posibles movimientos en la tasa de política monetaria impactan las expectativas del mercado y las primas de riesgos. Publicar la trayectoria de la tasa de política podría ser la forma más directa de afectar las expectativas de las tasas de interés, especialmente desde que el banco central tiene que mejorar la forma de comunicar sus intenciones de política más que cualquier otro participante en el mercado.

Basados en la observación que las economías de mercados emergentes que han recibido grandes flujos de capital últimamente, con posibles riesgos de burbujas y otros efectos negativos, algunos observadores sugieren que los efectos en los flujos de capital hacia otras economías deben ser tomados en cuenta cuando, por ejemplo, la Reserva Federal de EE UU establece su política monetaria. No estoy de acuerdo con esa conclusión. Me parece que las preocupaciones de los problemas de los mercados emergentes dependen en gran medida de la decisión de estos países para estabilizar su tipo de cambio con el dólar o incluso fijarlo respecto a esa moneda. Los países que optan por una paridad fija con el dólar tenderán a que su comercio se expanda por el lado de las importaciones con EE UU, el cual mantiene una política monetaria expansiva en su propio país. Esta política monetaria puede ser demasiado expansiva, según criterio de los países afectados, creando una economía sobrecalentada con riesgos de burbujas y otras consecuencias negativas. Un tipo de cambio flexible podría dar a los países la opción de llevar a cabo una política monetaria independiente apropiada para el país en cuestión. Sin embargo, si los países eligen una paridad con el dólar, con entradas de capital, burbujas y otros efectos negativos, son ellos mismos responsables de los efectos. Una política monetaria más expansiva, por ejemplo, en los EE UU en forma de menores tasas de largo plazo debido a LSAPs, tiende a depreciar el dólar, todo lo demás permanece igual. Esto no quiere decir que los EE UU está llevando a cabo una política de empobrecer al vecino, haciéndoles daño a otros países. Una moneda más débil es una consecuencia normal de una política monetaria expansiva en una economía abierta. Otros países pueden ajustar su política en respuesta.

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso S.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutiérrez	Juan Francisco Sagúí Argueta
Rómulo Oswaldo Divas M.	
	Arte y Diagramación
Coordinador	Juan Manuel Colorado H.
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Marcos Santa Cruz L.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

Todos los países no pueden depreciar su moneda frente a otra, pero todos los países pueden llevar a cabo una política más expansiva si lo prefieren, utilizando instrumentos de política convencional o no convencional. Esto aumentará la actividad real y las exportaciones e importaciones, que en una situación con un mundo con recursos infrutilizados es para el beneficio de todos. La política monetaria no es un juego de suma cero.

El marco operativo de Metas Explícitas de Inflación Flexibles continúa siendo la mejor práctica de política monetaria

Mi punto de partida es que los objetivos de una buena política monetaria son dos: estabilizar la inflación en torno a un nivel bajo y estable, así como la utilización de los recursos económicos en el nivel más alto posibles de forma sostenible en el largo plazo. Dicho marco es plenamente coherente con el mandato dual de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, el cual le asigna el maximizar el empleo y estabilidad de precios, dicho mandato es plenamente compatible con el marco operativo de metas explícitas de inflación flexibles seguido por el Riksbank (Banco Central de Suecia), con su meta de inflación (Bernanke, 2011A, 2011A, Svensson). No hay ninguna diferencia fundamental entre los marcos operativos de la política monetaria de la Reserva Federal y el Riksbank, aunque las estrategias de comunicación de ambas instituciones son algo diferentes. El mandato dual y las metas explícitas de inflación se reducen a “pronóstico objetivo” (Woodford, 2007; Svensson, 2011B), es decir, escoger una tendencia de la tasa de política monetaria, la cual corresponda a los pronósticos de inflación y de la utilización de los recursos económicos del país, lo cual es eficiente, en el sentido que ambos tienen su mejor desempeño cuando se estabiliza la inflación alrededor de la meta establecida en el mandato y se estabiliza la utilización de recursos alrededor, en su mayor nivel sostenible de largo plazo.

¿Es la crisis financiera un motivo para modificar el marco de metas explícitas de inflación flexible?

Eso depende de las causas de la crisis. Como lo veo, la crisis financiera fue causada por factores que tenían muy poco que ver con la política monetaria. Estos factores son las condiciones macro, los desequilibrios mundiales que llevaron a tipos de interés reales bajos y los precios de los activos demasiado altos, así como por lo que se ha denominado la “Gran Moderación” que dio lugar a una subestimación sistemática de los riesgos y a una considerable expansión del crédito, incentivos distorsionadores de los mercados financieros que llevaron a niveles extremos de apalancamiento, a la toma de riesgos excesivos por parte de los agentes

financieros y a fallas de regulación y supervisión que subestimaron o desconocían la fragilidad del sector financiero, lo que se vio agravado por enormes problemas de información de títulos valores excesivamente complejos, los cuales respaldaban gran cantidad de activos y pasivos fuera de balance y algunas muy específicas circunstancias, como la política de vivienda de EE UU, que apoyaba a los propietarios de hogares con bajos ingresos, los cuales estaban relacionados con hipotecas de alto riesgo (sub-prime) y que contribuyen al auge de la vivienda en EE UU. Es importante destacar que ninguna de estas causas o circunstancias tuvo algo que ver con el manejo de la política monetaria, salvo de manera indirecta que la política monetaria puede haber contribuido a la Gran Moderación (Bean 2009, Svensson 2010).

Entonces, ¿qué conclusiones podemos obtener sobre la conducta de la política monetaria y la necesidad de modificar el marco de las metas explícitas de inflación flexibles?

Una conclusión obvia es que la estabilidad de precios no es suficiente para lograr la estabilidad financiera (Carney, 2009; White, 2006). Una buena política monetaria basada en metas explícitas de inflación por sí misma no logra la estabilidad financiera, si es que alguna vez alguien lo pensó. Otra conclusión es que la tasa de interés de política no es suficiente para lograr la estabilidad financiera. La tasa de política monetaria es un instrumento poco eficaz para influir en la estabilidad financiera, pero una tasa de política monetaria suficientemente alta tiene un efecto notable en el crecimiento del crédito y, por ende, en el precio de las viviendas, lo cual va tener un fuerte efecto negativo en la inflación y en la utilización de los recursos, incluso en sectores que no están experimentando actividad especulativa. El uso de la tasa de política monetaria para prevenir una burbuja insostenible en el precio de las viviendas, y en el crecimiento del crédito, tiene grandes problemas como identificar cuándo se están desarrollando comportamientos insostenibles en el tiempo en algún mercado, así como evaluar correctamente si ajustes en la tasa de política monetaria podrían tener un impacto notable en el desarrollo de estos factores que se han identificado insostenibles, y si en el largo plazo los resultados de dichos movimientos serían los mejores para la inflación y en la utilización de los recursos. Por lo tanto, fue la política de estabilidad financiera la que falló y no la política monetaria. La política monetaria en la forma de metas explícitas de inflación flexible –aplicada en la forma adecuada y utilizando toda la información que sea relevante para el pronóstico de la inflación y la utilización de recursos, incluyendo la conducción de la política de estabilidad financiera en su caso– sigue siendo, en mi opinión, la mejor práctica de la política monetaria antes, durante y después de la crisis financiera.

La política monetaria y la política de estabilidad financiera son diferentes

Esto me lleva a la cuestión más general de lo que la relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera debe ser. Por ejemplo, se dice a veces que los objetivos de la política monetaria deben ser ampliados para incluir la estabilidad financiera (Eichengreen, Rajan, y Prasad, 2011; y Eichengreen et al, 2011). Estas sugerencias dan la impresión de que la política monetaria y la estabilidad financiera son lo mismo. Pero se debe aclarar que no lo son. Es importante distinguir conceptualmente la estabilidad financiera de la política de la política monetaria y evitar la confusión conceptual y práctica entre ambas políticas. Dicha confusión puede ser riesgosa y nos conduce a una peor evolución para ambas políticas y haciendo más difícil determinar la responsabilidad de sus autoridades en el manejo de cada una de ellas. Tratar de utilizar la política monetaria para lograr la estabilidad financiera conduce a peores resultados para la política monetaria y es una manera ineficaz para lograr y mantener la estabilidad financiera.

Diferentes políticas económicas, tales como la política fiscal, política monetaria y la política del mercado de trabajo, se pueden distinguir claramente de acuerdo a sus objetivos, los instrumentos de política que son adecuados para la consecución de los objetivos de cada una de estas políticas y la autoridad o autoridades que controlan los instrumentos y que en última instancia son las responsables de la consecución de sus objetivos. Desde este punto de vista, está claro que la política monetaria y la política de estabilidad financiera son distintas y diferentes en sus instrumentos, alcances y objetivos, por lo cual entender esto es importante para su correcto manejo. La política monetaria, en forma de metas explícitas de inflación flexible, tiene el objetivo de estabilizar la inflación alrededor de una meta de inflación, así como la utilización de recursos en torno a un nivel sostenible. En circunstancias normales, los instrumentos adecuados son la tasa de política monetaria y la comunicación con los agentes económicos, incluida la publicación de los pronósticos de inflación, de la economía real y (en algunos bancos centrales) el pronóstico de la tasa de política monetaria.

En tiempos de crisis, como los experimentados actualmente, en el ámbito financiero y en particular cuando la tasa de política monetaria se encuentra en o con valores cercanos del límite inferior de cero, surge la necesidad de poder utilizar otros instrumentos menos convencionales por parte de la política monetaria. Estos instrumentos incluyen los préstamos a tasa fija con plazos más largos, las compras de activos (quantitative easing) para afectar las tasas de interés de más largo plazo, el influir en las expectativas futuras de tasas de corto plazo y las intervenciones en el mercado cambiario para prevenir apreciaciones cambiarias o, incluso, para inducir depreciación de la moneda. La autoridad responsable de la política monetaria suele ser el banco

central. En muchos países, incluidos todos los estados miembros de la Unión Europea, al banco central se le da la autoridad exclusiva sobre la política monetaria por ley, así como se le enviste con diversas medidas para proteger la independencia de la política que se pone en marcha. La política de estabilidad financiera tiene el objetivo de mantener y promover la estabilidad de los mercados financieros. La estabilidad financiera se puede definir como una situación en la que el sistema financiero pueda cumplir funciones dentro del sistema de pagos, transformar ahorro en financiamiento y proveer un eficiente manejo de los riesgos adquiridos, con un grado de suficiente resistencia que pueda afrontar los trastornos que amenazan estas funciones.

Los instrumentos disponibles son, en circunstancias normales, supervisión, regulación de reportes de estabilidad financiera con análisis e indicadores líderes que pueden proporcionar una alerta temprana sobre amenazas en la estabilidad. En tiempos de crisis, las autoridades pueden utilizar instrumentos como los préstamos de última instancia, movimientos de tasa de interés para afectar plazos más largos (políticas de crédito, facilidades crediticias), las garantías del gobierno sobre préstamos, inyecciones de capital por parte del gobierno, regímenes especiales de apoyo por insolvencia de las empresas financieras y bancarias, entre otros instrumentos. Las autoridades responsables varían de país en país, pero los poderes son generalmente divididos entre varias autoridades. La función del prestamista de última instancia es atribución del banco central, pero otros instrumentos a menudo están en manos de otras autoridades que supervisan el sistema financiero. Por lo tanto, la política de estabilidad financiera y la política monetaria son conceptualmente diferentes, con distintos objetivos y distintos instrumentos.

La frecuencia de la decisión también es diferente. En la política monetaria, las decisiones se toman a menudo 6-8 veces al año. En la política para la estabilidad financiera, las decisiones se pueden tomar 1 o 2 veces al año. En lo que respecta a los instrumentos, la tasa de interés es un instrumento inapropiado e inadecuado para afectar a la estabilidad financiera y, por lo tanto, no tiene mucho sentido asignar el objetivo de la estabilidad financiera a la política monetaria. Sin embargo, puede tener sentido asignar el objetivo de la estabilidad financiera del banco central, si al banco central se le da el control de los instrumentos de gestión adecuados de supervisión, regulación y gestión de crisis. Si se le da al banco central amplios poderes con un mandato más amplio sería la mejor solución en un contexto complejo a abordar.

El hecho de que la política de estabilidad financiera y la política monetaria sean distintas no significa que no hay interacción entre cada política y los objetivos de cada una de ellas. La política monetaria afecta a la economía real y, por lo

tanto, la rentabilidad, los precios de los activos y los balances. No tiene por qué afectar esto la estabilidad financiera. La política de estabilidad financiera afecta directamente a los spreads bancarios, préstamos y otros aspectos de las condiciones financieras, así como al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esto significa que normalmente la política monetaria debe ser conducida tomando en cuenta la conducción de la política de estabilidad financiera, y la política de estabilidad financiera debe llevarse a cabo tomando en cuenta la conducción de la política monetaria.

Esto es similar a cuando la política monetaria se lleva a cabo tomando en cuenta la conducción de la política fiscal, y viceversa. Se debe notar que esta forma de conducir la política monetaria y la política de estabilidad financiera —en línea con un equilibrio de Nash no cooperativo más que un equilibrio coordinado— no depende en cómo la autoridad de la política de estabilidad financiera es compartida entre diferentes instituciones. Esta debe ser conducida independientemente de si el banco central tiene la facultad exclusiva o si comparte facultades de estabilidad financiera entre varias instituciones. Por lo tanto, en condiciones normales, la estabilidad financiera es manejada por la política de estabilidad financiera, no por la política monetaria. En una situación de segunda mejor solución (*second best*), sin adecuada supervisión y reglamentación, si la tasa de política es la única herramienta disponible y hay un trade-off entre su efecto sobre los objetivos de la política monetaria y estabilidad financiera, este entorno debe ser tomado en cuenta. Normalmente, sin embargo, la tasa de política no es la única herramienta disponible, y mejores instrumentos están disponibles para afectar la estabilidad financiera.

En las discusiones de la política monetaria y la estabilidad financiera ha habido muchas referencias al canal de toma de riesgos de la estabilidad financiera (Borio y Zhu, 2008), según la cual el apalancamiento y el riesgo en el sector financiero aumentan con tipos de interés más bajos. Sin embargo, el debate general sobre los modelos existentes, para tasas de política y el canal de toma de riesgo, parecen mostrarnos consistentemente que se sufre de confusión entre tasas de política nominales y el nivel general de las tasas reales. Modelos como los de Adrian y Shin (2011) y Diamond y Rajan (2011) incluyen una tasa real de corto plazo, pero no la tasa de política nominal y no la política monetaria explícita. Además, no hay distinción entre las tasas de corto plazo reales y la tasa neutral real. Lo que la política monetaria en el mundo real puede hacer simplemente fijando una tasa de política a corto plazo de forma temporal, provocando desviaciones de la tasa de interés de corto plazo de la tasa de interés neutral real, la cual está fuera del alcance de la política monetaria. La tasa real neutral se ve afectada por muchos factores y puede ser baja durante muchos años por varias razones, incluyendo los desequilibrios globales, la política fiscal, y los choques de oferta y demanda agregada. Esta confusión significa

que las conclusiones del trabajo de estos autores para la política monetaria no son claras.

Instrumentos de política monetaria

Los instrumentos estándar de la política monetaria son la tasa de política y la comunicación, incluyendo las declaraciones y la publicación de las previsiones de la inflación, la economía real y (por algunos bancos centrales) pronósticos de la trayectoria tasa de política. Durante las crisis financieras, en particular cuando la tasa de política se encuentra en valores cercanos al límite inferior de cero, hemos visto otros instrumentos no convencionales que se utilizan para aplicar la política de forma más expansiva, como se señaló anteriormente. Hay un debate y una gran cantidad de investigaciones sobre los efectos de la LSAPs (Large-Scale Asset Purchases — Programa de Compra de Activos a Gran Escala) llevadas a cabo por la Reserva Federal. Las estimaciones se basan en una serie de estudios recientes, así como estimaciones de la Reserva Federal sugieren que, manteniendo todo lo demás igual, el programa QE2 de la Reserva Federal bajó a largo plazo las tasas de interés entre 10 y 30 puntos básicos. Análisis adicionales de Reserva Federal también indican que una reducción en las tasas de interés a largo plazo sería más o menos equivalente en términos del efecto sobre la economía de un 40 a 120 puntos base de reducción en la tasa de fondos federales (Bernanke, 2011B). Esta es una gran reducción en la tasa de fondos federales. En simulaciones de la Reserva Federal de Estados Unidos de América discutidas por Yellen (2011) y reportado por Chung, Laforte, Reifschneider y Williams (2011), QE2 asumen que reducciones en la curva de rendimientos, por cerca de 15 puntos básicos, tiene el efecto de reducir el desempleo en cerca de 0.3 puntos porcentuales e incrementar la inflación subyacente en cerca de 0.2 puntos porcentuales. Este es un efecto significativo únicamente de QE2.

Creo que LSAPs de la Reserva Federal han tenido un efecto positivo significativo en la economía de EE UU y que las objeciones formuladas en su contra no son convincentes (Svensson, 2011A). Con respecto al aumento de la base monetaria que se deriva de las compras de activos de la Reserva Federal, el hecho de que la Reserva Federal puede pagar intereses sobre las reservas significa que una gran cantidad de base monetaria no está por sí misma conduciendo a mayor inflación. Cuando se aborda en los libros, de texto estándar, dicha temática se afirma que una gran base monetaria implica una tasa de política cercana a cero. Por otra parte, cuando la Reserva Federal paga intereses sobre las reservas bancarias, una gran base monetaria ampliada no impide que la Reserva Federal pueda ajustar la tasa de política en cualquier nivel requerido para restringir la demanda agregada y evitar también la alta inflación. Esto significa que desde una perspectiva de política monetaria de la Reserva Federal puede relajarse el LSAPs al nivel que

la autoridad monetaria considere conveniente, cuando ya no sea necesaria.

Por otra parte, dar una guía de la tendencia futura de la tasa de política monetaria en la forma de pronósticos fue adoptado por el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda en 1997, el Banco de Noruega en 2005, el Riksbank en 2007, y el Banco Nacional Checo en 2008. Se ha convertido en un estándar de la comunicación de la política monetaria en estos bancos centrales. De igual forma, políticas de comunicación con orientación hacia el futuro fueron implementadas en forma de declaraciones sobre la trayectoria de la tasa de política de política futura por el Banco de Canadá en el 2009 y el Banco de Japón en 2010. La Reserva Federal introdujo este lenguaje de declaraciones en marzo de 2009 indicando que las tasas de política monetaria previstas iban a permanecer en niveles bajos por un periodo extendido y en el comunicado de agosto de 2011 anunció que las tasas de política monetaria previstas se mantendrían bajas por lo menos hasta mediados de 2013. Durante mucho tiempo he estado a favor de la publicación del pronóstico de la tasa de política de forma regular (Svensson, 2003). Esto se basa tanto en la experiencia existente de publicar tales pronósticos y en el hecho relevante para la economía y en las decisiones del sector privado no es lo que la tasa de política va a ser durante los próximos meses hasta la próxima reunión de política, sino más bien qué tan grandes van a ser los movimientos y qué resultados tendrán en las expectativas del mercado las futuras tasas de interés y sus primas por plazo y riesgo. Estos tipos de interés tienen un impacto en la economía a través de los costos de capital, el mercado de valores, el tipo de cambio y precios de otros activos (Blinder, 1998; D'Amico, Inglés, López-Salido, y Nelson, 2011; Woodford, 2005).

Parece pues que la publicación de una trayectoria [de] política monetaria podría ser el camino más directo para afectar las expectativas de tasas de interés, sobre todo porque los bancos centrales deberían de tener la mejor información acerca de sus propias intenciones más que nadie. La publicación de la evaluación del banco central de la trayectoria futura de la tasa de política es pues una herramienta separada en la caja de herramientas de la política monetaria. Esta herramienta puede ser especialmente útil cuando la tasa de política ha llegado al límite de lo que se considera eficaz (por ejemplo con valores cercanos a cero), y hay una necesidad de una política más expansiva. Teniendo en cuenta esto, puede parecer un misterio por qué tan pocos bancos centrales todavía no han optado por publicar una trayectoria de política monetaria, cuando un número creciente de bancos centrales están publicando los pronósticos de inflación y de la economía real. Doy la bienvenida al Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) a que continúe explorando maneras de aumentar la transparencia sobre sus pronósticos y planes de política monetaria (Bernanke, 2011A).

Tasas de intereses globales y flujos de capital en los mercados emergentes

Economías de mercados emergentes han sido objeto de las mayores entradas de capital extranjero en los últimos años, y algunos encargados de las políticas económicas de los mercados emergentes han expresado su preocupación acerca de los riesgos relacionados con las burbujas y otros efectos negativos. El FMI (2011A) examinó los flujos de capitales internacionales en los últimos 30 años y encontró que flujos netos de capital hacia los mercados emergentes han sido fuertemente correlacionados con los cambios en las condiciones de financiamiento global, aumentando fuertemente durante los periodos con tasas de interés global relativamente bajas. Con base en estas observaciones y similares, algunos observadores han concluido que los efectos sobre los flujos de capitales hacia otros países se deben tomar en cuenta, por ejemplo, en las decisiones políticas de la Reserva Federal. Por ejemplo, Eichengreen, Rajan, y Prasad (2011) encuentran que las autoridades monetarias en las grandes economías deben permitir que las consideraciones de estos efectos externos desempeñen un papel explícito en el marco de la política monetaria. Por lo que los bancos centrales de estos países deberían prestar más atención a su postura política colectiva y sus implicaciones globales.

No estoy de acuerdo con esa conclusión. El mandato de la Reserva Federal de EE UU se refiere a la inflación y el empleo, y la Reserva Federal no es responsable de la inflación, la evolución real y la política monetaria en otros países, salvo que se retroalimente de nuevo en los Estados Unidos. Esta responsabilidad debe recaer en las autoridades políticas en esos países. Los países que optan por estabilizar la tasa de cambio del dólar o incluso fijen su tipo de cambio con el dólar tenderán a importar la política monetaria expansiva de EE UU en su propio país. Esta política monetaria en muchos casos puede ser demasiado expansiva para los países afectados, la creación de una economía sobrecalentada con los riesgos de burbujas y otras consecuencias negativas. Un tipo de cambio flexible podría dar a los países la opción de llevar a cabo una política monetaria independiente apropiada para cada país en cuestión. En particular, sería capaz de responder adecuadamente a los cambios en las tasas de interés y otras variables en el resto del mundo. Si los países, sin embargo, eligen una paridad con el dólar, con entradas de capital, burbujas y otros efectos negativos, son ellos mismos responsables de los efectos. Considere el siguiente experimento mental. Que el mundo consta de dos grandes economías, llamada la economía nacional y extranjera, respectivamente. Permita que la economía doméstica sea una economía de mercado emergente con metas explícitas de inflación, con tipo de cambio flexible y libre circulación de capitales. Supongamos que la economía doméstica está inicialmente en equilibrio con el pronóstico de inflación en la inflación objetivo, así como con el pronóstico de utilización de recursos en un nivel sustentable en el

largo plazo y un pronóstico de tipo de cambio constante, un flujo de capital neto de cero y dada una trayectoria de tasa de política monetaria consistente con estos supuestos.

Supongamos que la tasa de interés externa se reduce, debido a la política monetaria más expansiva de la economía exterior a fin de aumentar la demanda y la actividad de dicha economía. Todo lo demás permanece igual, esto tiene dos consecuencias para la economía nacional. En primer lugar, debido al aumento de la actividad económica exterior, la demanda externa de exportaciones de productos nacionales aumenta. En segundo lugar, el diferencial de tasas de interés entre los nacionales y extranjeros aumenta. Esto dará lugar a una incipiente entrada de capitales a la economía nacional y la apreciación de la moneda nacional. Supongamos que la apreciación es tan grande como para activar las expectativas de depreciación más que el equilibrio del aumento del diferencial de la tasa de interés. De nuevo, esto va a estabilizar el flujo de capital a cero. Todo lo demás permanece igual, la apreciación de la moneda es una apreciación real, que es contractivo en el sector de bienes transables. Supongamos que este efecto contractivo domina sobre el aumento inicial de la demanda de exportaciones, por lo que el efecto neto sobre el sector de bienes transables es contractivo.

La demanda por, y la producción de, bienes no transables puede expandirse algo, producto de la apreciación, pero se asume que la contracción del sector bienes transables domina, así que el efecto neto es la contracción. La apreciación también lleva a una caída en la inflación, a través de precios más bajos de los productos importados. Las previsiones de utilización de los recursos y la inflación caerán por debajo de un nivel sostenible y de la meta de inflación, respectivamente. La adecuada respuesta de política monetaria bajo metas explícitas de inflación flexible es reducir la tasa de política y la trayectoria de la tasa política. Esto estimulará la economía, moderará la apreciación nominal y real, y se desplazarán hacia arriba las previsiones de utilización de los recursos y de la inflación hacia un nivel sostenible, respectivamente. En el nuevo equilibrio, la moneda se ha apreciado ligeramente en términos reales, la tasa de interés nominal y real será menor, el sector de bienes transables pueden haber contraído un poco, y el sector no transable de bienes puede haber aumentado un poco. Esta es la respuesta de política monetaria que yo he votado para esta situación, se da en Suecia.

Supongamos que por alguna razón el banco central no está dispuesto a aceptar la apreciación nominal y real de la moneda. Al bajar la tasa de interés interna y la trayectoria de la tasa de política a fin de mantener el diferencial de tasas de interés y su pronóstico sin cambios, el banco central podría, en principio, mantener un tipo de cambio fijo

y cero el flujo de capitales. Sin embargo, la reducción en la tasa de interés nominal y real provoca que la trayectoria del pronóstico de la utilización de recursos e inflación cambien hacia arriba, respecto de la meta de inflación y del nivel de utilización de recursos sustentable. La economía doméstica está efectivamente importando la política monetaria del país extranjero, la cual es demasiado expansiva para la economía doméstica.

El incremento del crecimiento y la actividad económica y de sus expectativas futuras pueden llevar eventualmente al banco central a que acepte una apreciación que puede llevar a que se produzcan flujos de capital, aun con diferenciales de tasas de interés sin cambios. Con el fin de evitar una apreciación, el banco central tiene que intervenir y comprar divisas. Esto deja más tiempo para la entrada de flujos de capitales, y la entrada de capital acumulado puede crecer. La economía empieza a sobrecalentarse, precios de los activos crecen, y las burbujas se pueden desarrollar. Con el fin de evitar que esta situación sea más problemática, el banco central puede considerar lo que el FMI llama medidas de gestión de los flujos de capital (CFMS), incluidos los controles de capital (basado residencia CMFS) (FMI, 2011B). Asimismo, las autoridades pueden considerar una contracción fiscal y algunas medidas de estabilidad financiera para mejorar la situación. Este es un experimento mental muy estilizado y muy simplificado. Aun así creo que transmite una idea importante a saber: que una parte sustancial del problema se debe a la negativa del banco central para aceptar la apreciación nominal y real, a pesar de que esta apreciación es una respuesta natural al equilibrio de la tasa de interés más bajas del mundo.

¿Son las razones por las que la falta de voluntad tan importantes que tienen prioridad sobre las consecuencias?

Una política monetaria más expansiva en los EE UU, por ejemplo, en la forma de menores tasas de interés de largo plazo debido a LSAPs, tienden a depreciar el dólar, permaneciendo todo lo demás igual. ¿Significa esto que los EE UU está llevando a cabo una política de empobrecer al vecino que hiere la economía de otros países? Yo no lo veo de esta manera. Una moneda más débil es una consecuencia normal de una política más expansiva en una economía abierta. Cada uno de los países afectados tiene la opción de ajustar su política monetaria en respuesta a esta situación. Todos los países no pueden depreciar su moneda frente a otra, pero todos los países pueden llevar a cabo una política más expansiva si se prefiere, con los métodos convencionales (bajan los tipos de interés) o no convencionales (como las compras de activos). Política monetaria más expansiva aumentará la actividad real, el comercio mundial, y tanto las exportaciones como las importaciones, que en una situación de recursos subutilizados es de beneficio de todos. La política monetaria no es un juego de suma cero.

Bibliografía

- Tobias y Shin (2011). "Financial intermediaries and monetary economics", In Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Volume 3a, chapter 12, pp. 601-650, Elsevier.
- Assenmacher-Wesche, Katrin; and Stefan Gerlach (2010). "Credit and bubbles", *Economic Policy* 25(63), pp. 437-482.
- Bean, Charles R. (2009). "The great moderation, the great panic and the great contraction", Schumpeter Lecture, Barcelona, 25 August. www.bankofengland.co.uk.
- Bean, Charles; Matthias Paustian; Adrian Penalver; and Tim Taylor (2010). "Monetary policy after the fall", In *Macroeconomic challenges: the decade ahead*. Federal Reserve Bank of Kansas City. www.kansascityfed.org.
- Bernanke, Ben S. (2010). "Monetary policy and the housing bubble", Speech on January 3. www.federalreserve.gov.
- Blinder, Alan (1998). "Central banking in theory and practice", MIT Press.
- Borio, Claudio and Haibin Zhu (2008). "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", BIS Working Papers, Bank for International Settlements. www.bis.org
- Carney, Mark (2009). "Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity", In *Financial stability and macroeconomic policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City. www.kansascityfed.org.
- Chung, Hess; Jean-Philippe Laforte; David Reifschneider; and John C. Williams (2011). "Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound events?", Working Paper Series, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- D'Amico, Stefania; William English; David Lopez-Salido; and Edward Nelson (2011). "The Federal Reserve's large-scale asset purchase programs: rationale and effects", Working Paper, Federal Reserve Board.
- Diamond, Douglas W.; and Raghuram Rajan (2011). "Illiquid banks, financial stability and interest rate policy", NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Dokko, Jane; Brian Doyle; Michael T. Kiley; Jinill Kim; Shane Sherlund; Jae Sim; and Skander Van den Heuvel (2009). "Monetary policy and the house bubble", Finance and Economics Discussion Series 2009-45.
- Eichengreen, Barry; Mohamed El-Erian; Arminio Fraga; Takatoshi Ito; Jean Pisani-Ferry; Eswar Prasad; Raghuram Rajan; Maria Ramos; Carmen Reinhart; Hélène Rey; Dani Rodrik; Kenneth Rogoff; Hyun S. Shin; Andrés Velasco; Beatrice W. di; and Yongding Yu (2011). "Rethinking central banking", Report from the Committee on International Economic Policy and Reform. www.brookings.edu
- Eichengreen, Barry; Raghuram Rajan; and Eswar Prasad (2011). "Central banks need a bigger and bolder mandate", *Financial Times*, October 24.
- Ferrero, Andrea; Mark Gertler; and Lars E. O. Svensson (2009). "Current account dynamics and monetary policy", In Gali, Jordi, and Mark Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, Chicago University Press.
- Kohn, Donald L. (2007). "John Taylor rules", In *From the great moderation to the great deviation: a round-trip journey based on the work of John B. Taylor*. Hoover Institution Press.
- Svensson, Lars E. O. (2003). "The inflation forecast and the loss function", In *Central banking, monetary theory and practice: essays in honour of Charles Goodhart, Edward Elgar*.
- _____ (2010). "Inflation targeting and financial stability", policy lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on "How has our view of central banking changed with the recent financial crisis?", hosted by the Central Bank of Turkey, Izmir, October 28, 2010.
- _____ (2011a). "Practical monetary policy: examples from Sweden and the United States", *Brookings Papers on Economic Activity*. Forthcoming in Fall 2011 edition.
- _____ (2011b). "Inflation targeting", In Friedman, Benjamin M., and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Volume 3b, chapter 22. North-Holland.
- White, William R. (2006). "Is price stability enough?", BIS Working Paper No. 205.
- Woodford, Michael (2005). "Central bank communication and policy effectiveness", In *The Greenspan era: lessons for the future*. Federal Reserve Bank of Kansas City. www.kansascityfed.org.