

Notas **MONETARIAS**

BANCO DE GUATEMALA, marzo-abril 2013, No. 120, año 15



1. Rezago temporal en el mecanismo de transmisión de la política monetaria¹

Este trabajo se centra en la evaluación de un conjunto de estudios relacionados con el efecto temporal del mecanismo de la política monetaria, es decir, con el horizonte temporal en el cual la tasa de interés de referencia afecta el nivel de precios de una economía. Los estudios considerados en este trabajo corresponden a treinta diferentes países, principalmente economías avanzadas y economías emergentes de la Zona Euro. A partir de ello, la presente investigación pretende abordar tres áreas específicas. Primero, examinar si el diseño de los estudios (especificación del modelo) influye en los resultados sobre el rezago en el cual la política monetaria afecta los precios de la economía. Como segundo objetivo, este trabajo pretende investigar si los rezagos en la transmisión de la política monetaria varían entre países. Si esto es válido, se desea determinar las características relevantes de cada país asociada a dicha heterogeneidad. Finalmente, mediante este estudio se desea determinar el rezago promedio del mecanismo de transmisión de política monetaria de la tasa de interés a los precios de la economía. Para evaluar estos tres aspectos se emplea meta-análisis. Esta metodología representa a un conjunto de herramientas que permiten resumir evidencia empírica existente. Este método ha sido regularmente empleado en investigación médica; sin embargo, su aplicación se ha difundido a las ciencias sociales, incluyendo la economía. Mediante la colección de evidencia empírica de numerosos estudios que emplean diferentes metodologías, el empleo de meta-análisis permite extraer resultados robustos de la más diversa y heterogénea literatura.

Los resultados obtenidos sugieren que el uso de metodologías diversas en la determinación del efecto temporal en la transmisión de la política monetaria es relevante en la explicación de las diferencias en el rezago de transmisión de la política monetaria. Por ejemplo, el uso de información mensual, en vez de trimestral, reporta un efecto temporal más rápido en el mecanismo de transmisión. Segundo, los rezagos de transmisión son altamente heterogéneos entre países. Así, en economías desarrolladas los rezagos varían entre 25 y 50 meses, mientras en economías emergentes los rezagos son mucho más cortos (10 y 20 meses). En ese sentido, la principal característica de los países analizados, que contribuye a explicar de forma más efectiva esta heterogeneidad, es el grado de desarrollo de los mercados financieros. Por ejemplo, las instituciones financieras en economías desarrolladas tienen una mayor oportunidad de protegerse contra “sorpresas” en la postura de la política monetaria, causando un mayor retraso en la transmisión de la política monetaria. Los resultados también sugieren que un mayor grado de apertura en las nuevas economías que integran la Zona Euro está asociado a un mecanismo de transmisión más rápido. Por otra parte, la relación estimada entre la independencia de un banco central y la velocidad de transmisión de la política monetaria no es robusta entre diferentes especificaciones; sin embargo, en algunos trabajos (Rusnak, 2012) se encontró que el mecanismo de

Contenido

1. Rezago temporal en el mecanismo de transmisión de la política monetaria p. 1
2. La banca central durante períodos de auge y recesión p. 4

¹ Resumen y traducción libre del documento: “Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis”. Havránek Tomáš, Marek Rusnák. Czech National Bank. Working Series Papers. (2012).

transmisión es más fuerte en economías con una mayor independencia del banco central. Finalmente, el rezago promedio de transmisión en las diferentes economías, corregido por especificaciones incorrectas de modelos, es de 29 meses.

1. Introducción

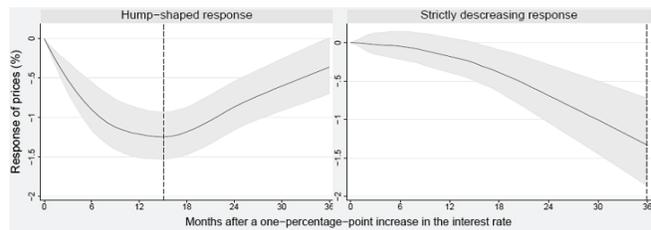
Los hacedores de política económica necesitan conocer el tiempo requerido para que sus acciones de política se transmitan completamente a la economía y a la vez identificar los factores que inciden en la velocidad de transmisión. Una opinión generalizada acerca del mecanismo de transmisión de la política monetaria es que tiene rezagos “amplios y variables”. Esta visión ha sido acogida por numerosos bancos centrales y ha sido tomada en cuenta durante la toma de decisiones. La mayoría de bancos centrales con metas explícitas de inflación han adoptado un valor entre 12 y 24 meses como el horizonte temporal en la cual la política monetaria influye plenamente sobre el nivel general de precios de una economía (ver Banco de Inglaterra, 1999; Banco Central Europeo, 2010). Los modelos teóricos usualmente indican rezagos de transmisión de similar amplitud; sin embargo, los resultados empíricos varían ampliamente. La muestra de estudios, considerados en este trabajo, emplea el método de vectores autorregresivos (VAR) para investigar los efectos de los shocks de política monetaria sobre el nivel de precios. Para ello se considera el tiempo en el cual la respuesta sobre los precios es mayor, a partir de 198 estimaciones de 67 estudios publicados. La estimación del rezago de transmisión en dicha muestra es claramente variable y se examina, a partir de ella, la fuente de volatilidad. El meta-análisis permite investigar tanto la diferencia de los rezagos de transmisión para diferentes países así como la aplicación, diferentes metodologías

de estimación dentro de la estructura VAR afectan el resultado.

2. Estimación de la temporalidad promedio del mecanismo de transmisión

La muestra de estudios, incluidos en este trabajo, debían cumplir los siguientes criterios. Primero, el estudio debe presentar una función impulso-respuesta del nivel de precios ante un shock en la tasa de interés de política monetaria (es decir, se excluyeron las funciones impulso-respuesta de la tasa de inflación). Segundo, el impulso respuesta del estudio debe corresponder a un shock de 1% en la tasa de interés, o a un shock de política monetaria que normalice la respuesta en el nivel de precios. Finalmente, se incluyen únicamente aquellos estudios que presenten intervalos de confianza alrededor del impulso-respuesta. Para cada impulso-respuesta se evaluó el horizonte para el cual una reducción en precios seguida de una contracción monetaria alcanza su máximo. La literatura reporta dos tipos de impulso-respuesta, las cuales se reportan en el gráfico 1.

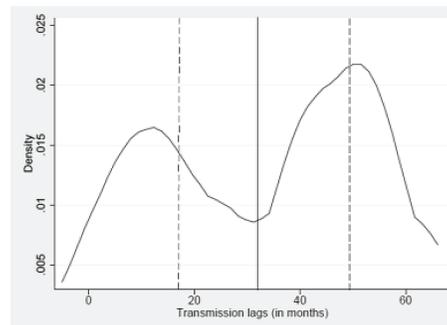
Gráfico 1
Funciones Impulso-Respuesta



Fuente: Havránek Tomás (2012)

Uno de ellas con forma de U, en la cual el nivel de precios decrece, alcanza un mínimo y vuelve a crecer; y otra, la cual es estrictamente decreciente.

Gráfico 2
Función de densidad de Kernel
Distribución de rezagos temporales de transmisión



Fuente: Havránek Tomás (2012)

Director Oscar Roberto Monterroso S.	Producción Carlos Enrique Franco P. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Rómulo Oswaldo Divas M. Leonel Moreno	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Diego A. Ovalle C.

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.

Mediante un gráfico de densidad de Kernel (gráfico 2) se observa que el rezago de transmisión a partir del impulso-respuesta con forma de U es sustancialmente más corto que el rezago de las funciones impulso-respuesta estrictamente decreciente. El rezago promedio de transmisión del total de estudios seleccionados es de 33.5 meses; sin embargo, el promedio alcanza 49.1 meses para las funciones impulso-respuesta estrictamente decreciente y 18.2 meses para las funciones impulso-respuesta con forma de U. En otras palabras, la reducción porcentual en el nivel de precios seguido a una contracción monetaria es máxima, en promedio, después de tres años y 3 trimestres. Asimismo, los datos sugieren que la magnitud promedio de la reducción de precios ante un incremento de 1% en la tasa de interés de referencia es de 0.90%. Para determinar las variables que presentan mayor influencia en la explicación de la heterogeneidad de los resultados en la temporalidad del mecanismo de transmisión, se emplea el método de promedio de modelos bayesianos (BMA). La idea de BMA es considerar todas las posibles combinaciones de los regresores (variables exógenas) que podrían explicar la variabilidad en los rezagos reportados en los modelos de la muestra (variable endógena) y asignarles un peso o ponderación de acuerdo a la bondad del ajuste del modelo. Así, el BMA provee resultados robustos para modelar la incertidumbre de una variable, la cual proviene cuando el conocimiento ex-ante es débil o nulo acerca del conjunto de variables explicativas correcto.

Dado que se consideran 33 potenciales variables explicativas de la variabilidad de los rezagos, no es técnicamente posible enumerar todas las posibles combinaciones (233). En su lugar, se emplearon métodos Monte Carlo para determinar los modelos más importantes. La distribución a priori empleada para los parámetros es la uniforme, dado que las priors se ajustan correctamente a los ejercicios de pronóstico. Posteriormente se realizaron estimaciones con 200 millones de iteraciones, asegurando un adecuado grado de convergencia. Finalmente, se generaron las distribuciones a posteriori reportando la media y desviación estándar de los parámetros de regresión. De acuerdo a Masanjala y Papageorgiou (2008), variables con un ratio de la media a posteriori respecto a la desviación estándar a posteriori mayor a 1.3 es considerado "efectivo" (o "estadísticamente significativo" en el caso frecuentista). Lo cual es equivalente, desde la hipótesis frecuentista a un nivel de confianza del 90%. Los resultados (tabla 1) indican que las variables con mayor significancia estadística en la explicación de las diferencias de los rezagos temporales son: Desarrollo financiero (signo positivo), funciones impulso-respuesta con forma estrictamente decreciente (positivo), periodicidad empleada en el estudio (negativo). El signo reportado señala la naturaleza de la relación entre la variable endógena (variabilidad de los rezagos temporales) y cada una de las variables exógenas incluidas en el BMA.

Tabla 1
Resultados de la media y desviación estándar de las distribuciones a posteriori

Variable	Media a posteriori	Desviación estándar a posteriori	Coficiente estandarizado
Desarrollo Financiero	12.492	3.166	0.2630
Periodicidad mensual	-4.175	3.036	-0.1045
Función impulso- respuesta estrictamente decreciente	26.122	1.798	0.6757

Fuente: Havránek Tomás (2012)

3. Conclusiones

Dos factores podrían explicar las diferencias en los rezagos temporales del mecanismo de transmisión de la política monetaria: primero, diferencias estructurales entre países podrían causar diferencias reales en la velocidad de transmisión. Segundo, características de los datos y otros aspectos de la metodología empleada en dichos estudios, tales como características de especificación y estimación, podrían tener una influencia sistemática sobre los resultados reportados. Dentro de las diferencias que influyen en los distintos resultados en el rezago temporal del mecanismo de transmisión se puede mencionar: grado de desarrollo de los mercados financieros, periodicidad del análisis, forma de la función impulso-respuesta. Primero, los resultados sugieren que un mayor grado de desarrollo financiero en una economía está asociado con una menor respuesta del nivel de precios ante un shock en la tasa de interés de política monetaria. Por otra parte, cuando los investigadores emplean información mensual, en un modelo VAR, es más probable reportar un mecanismo de transmisión más corto. Así también señala que el rezago de transmisión de las funciones impulso-respuesta estrictamente convexas es mucho mayor que en aquellas funciones impulso-respuesta con forma de U; dicha diferencia es aproximadamente 26 meses.

Referencia

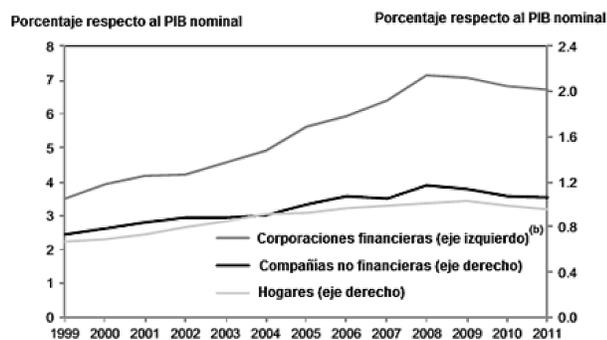
1. Havránek Tomás. Marek Rusnák. Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis. Czech National Bank. Working Series Papers. (2012).

2. La banca central durante períodos de auge y recesión²

En el tercer trimestre de 2012 la economía del Reino Unido creció 1%. Este crecimiento fue impulsado tanto por las celebraciones del Jubileo de Diamante como por los Juegos Olímpicos. A pesar de que se esperaba un impulso por parte de estos factores, el crecimiento fue mayor al esperado. Estas fueron noticias alentadoras dado que los últimos cinco años han sido difíciles. Luego del estallido de la burbuja financiera, los encargados de la política monetaria en las economías avanzadas han enfrentado retos sin precedentes. Los bancos centrales han necesitado buscar nuevas formas para apoyar a un sistema financiero que se encuentra bajo un gran estrés, así como para reforzar la actividad económica. Por estas razones, a continuación se presentan algunas de las acciones que el Banco de Inglaterra ha tomado para lidiar con la crisis y la subsecuente recesión y se explican algunas de las reformas que se hicieron en el marco de la política monetaria.

En agosto de 2007 el PIB del Reino Unido había crecido continuamente y a un ritmo constante por 64 trimestres consecutivos. La inflación se encontraba dentro de la meta desde que el Banco de Inglaterra había tomado el control de la política monetaria en 1997. Esta estabilidad y estos buenos resultados macroeconómicos no se observaban únicamente en el Reino Unido, era una situación que otras economías avanzadas también estaban experimentando. El período de inusual estabilidad llevó a los hogares, a las empresas y sobre todo a las instituciones financieras a subestimar los riesgos a que estaban expuestos lo cual, aunado a tasas de interés históricamente bajas, alentó a una búsqueda de rendimiento alimentada por deuda. La figura 1 muestra la expansión en el crédito en el Reino Unido.

FIGURA 1: NIVEL TOTAL DE DEUDA EN EL REINO UNIDO, POR SECTOR



(a) Incluye depósitos, bonos y préstamos. Excluye derivados.

(b) Incluye instituciones financieras monetarias, otros intermediarios financieros y auxiliares financieros, corporaciones de seguros y fondos de pensiones.

En la figura 1 lo más importante a resaltar no es la expansión en el nivel de crédito de los hogares o las empresas, sino el gran incremento en la deuda total de las corporaciones financieras (presentado en una escala distinta a la del crédito de hogares y empresas). Esta expansión del crédito generó una importante presión en el precio de los activos, incluyendo la vivienda. Según Bean (2010), los factores macroeconómicos no fueron los únicos responsables de la crisis. Varios fallos a nivel microeconómico fueron también relevantes, incluyendo: una gestión inadecuada de los riesgos por parte de las instituciones financieras; y falta de normas adecuadas para el otorgamiento de crédito, especialmente en el mercado de hipotecas subprime en los Estados Unidos de América. El enorme aumento en la deuda del sector financiero, señalado anteriormente, se asoció con una red mucho mayor y más compleja de exposiciones entre distintas entidades financieras, aumentando así el riesgo de que una falla en una parte del sector financiero tuviera consecuencias sistémicas. Todos estos factores ayudan a explicar la extrema gravedad y el alcance de la crisis.

En los años anteriores a la crisis, hubo cierto debate en cuanto a si la política monetaria debería hacer más para luchar contra un auge del crédito y del precio de los activos. Lamentablemente, para el momento en que se determinó que se estaba frente a un auge de crédito insostenible, un pequeño aumento en las tasas de política era poco probable que pudiera hacer mucho para enfriarlo. Mientras que un gran aumento era probable que generara daños colaterales inaceptables para la economía real. En un documento para la Conferencia anual de la Reserva Federal en Jackson Hole un par de años atrás (Bean et al, 2011), se informó de los resultados de algunas simulaciones de lo que podría haber ocurrido si las tasas bancarias hubiesen sido 200 puntos básicos más altas durante los cuatro años antes de que comenzara la crisis. La respuesta es que si bien el aumento en los precios reales de las viviendas en ese periodo hubiera sido menos de la mitad, el impacto sobre el crecimiento del crédito total real habría sido bastante modesto. Por otra parte, el producto habría sido un 3 por ciento inferior. Entonces, la política monetaria por sí sola, no parece estar bien preparada para prevenir auges del crédito y del precio de los activos.

De modo que la crisis puso en evidencia no sólo la insuficiencia en la comprensión de la verdadera naturaleza de los riesgos que había acumulado el sector financiero,

² Elaborado por Guisela Hurtarte, basado en el discurso ofrecido por Charlie Bean, Gobernador adjunto de Política Monetaria, Banco de Inglaterra. Octubre 2012

sino también la necesidad de contar con instrumentos adecuados para lidiar con ellos. Una de las reformas clave en el Reino Unido, después de la crisis, ha sido establecer un ente –el Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés)– con la responsabilidad de velar por la estabilidad del sistema financiero, junto con facultades específicas para lograrlo. El FPC tiene dos objetivos. El primero y más importante: está encargado de identificar, dar seguimiento y tomar medidas para eliminar o reducir los riesgos sistémicos con el fin de proteger y mejorar la resistencia del sistema financiero del Reino Unido. Esto además está acompañado de un objetivo secundario: sujeto a su objetivo de resistencia, debe apoyar la política económica del gobierno, incluyendo los objetivos de crecimiento y empleo. Esta formulación implica para el Comité de política monetaria que debe velar por que el FPC se acerque a su objetivo primordial de garantizar la resistencia del sistema financiero de una manera que no obstaculice el crecimiento económico.

Los poderes de la Comisión son dobles. En primer lugar, el FPC puede emitir recomendaciones. Estas pueden ser recomendaciones generales, o se pueden hacer peticiones específicas a la prudencia o conducta de los entes regulados. En segundo lugar, una vez que la ley ha entrado en vigor, el FPC será capaz de dirigir reguladores prudenciales para implementar cambios a un pequeño conjunto de instrumentos para lograr sus objetivos. Para ello, las propuestas actuales incluyen tres herramientas. En primer lugar está la reserva de capital anticíclico. Según el marco de capital de los convenios de Basilea III, los bancos están obligados a mantener un mayor nivel de capital bancario en relación con sus activos ponderados por riesgo. Sin embargo, los reguladores nacionales podrán requerir una reserva adicional, variable en el tiempo, que puede ser aumentada durante la fase de expansión del ciclo de crédito y liberados durante la fase contractiva.

Hay dos maneras en que tal reserva de capital adicional mitiga los riesgos sistémicos. En primer lugar, proporciona un amortiguador más grande contra posibles pérdidas, proveyendo así una mayor resistencia frente a una quiebra. En segundo lugar, la imposición de tal exigencia adicional de capital también puede inhibir la expansión de la hoja de balance de los bancos. Este segundo mecanismo obviamente requiere que el teorema de Modigliani-Miller² fracase, en el corto plazo por lo menos, si no entonces no hay ninguna razón para que la administración de un banco prefiera el financiamiento por deuda al financiamiento por capital. Ahora, la razón más evidente de por qué falla el teorema de Modigliani-Miller

² El teorema afirma que el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada en ausencia de impuestos, costes de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. Oponiéndose al punto de vista tradicional, el teorema establece que es indiferente que la empresa logre el capital necesario para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda.

para los bancos es el subsidio implícito a la financiación de la deuda que proviene de la idea “demasiado grande para fallar” por la cual los contribuyentes, en lugar de los acreedores, terminan asumiendo las pérdidas en caso de que el capital sea insuficiente. Las reformas normativas recientes buscan reducir este problema; sin embargo, eliminarlo por completo pareciera ser una aspiración demasiado grande. La segunda herramienta es la capacidad para variar los requerimientos de capital por tipo de activo, lo cual le permite al FPC enfocarse en sectores específicos que muestran excesiva exuberancia. Esto incluye a los sectores que históricamente han estado más expuestos al crecimiento exuberante del crédito.

La última herramienta es la capacidad para establecer y modificar una relación de apalancamiento mínimo. Un ratio de apalancamiento es básicamente la razón de capital a activos no ponderados. La aplicación de estas medidas, llamadas macroprudenciales, se encuentra aún en la fase de desarrollo. Aun así, se pueden diseñar algunos principios fundamentales que deben regir la implementación de herramientas del FPC pero lo que determinará el valor de la contribución del FPC será si tiene éxito en prevenir los grandes riesgos, en otras palabras, en evitar una repetición de una crisis como la que hemos experimentado. En segundo lugar, cuando el FPC crea que sea necesario actuar, deberá mostrar resolución en sus decisiones. En estos momentos, en que aún son muy recientes los acontecimientos de la crisis actual, parecería que no hay mucho problema en ello. Pero cuando los acontecimientos recientes se hayan desvanecido en la historia, las acciones del FPC serán menos agradables, ya que sin duda habrá quienes afirmen que son acciones innecesarias debido a que seguramente serán situaciones diferentes. Por tanto, el FPC deberá institucionalizar la memoria de ésta y otras crisis financieras.

Finalmente, los instrumentos del FPC pueden, a veces, mostrar una relativa ineficiencia. En esos momentos, la política monetaria debe actuar de forma solidaria, incluso aunque eso implique una desviación temporal de la meta de inflación. Lograr esto requiere una adecuada coordinación entre los dos comités. Hasta ahora este resumen ha mostrado cómo el Banco de Inglaterra podrá atenuar un auge futuro y fortalecer la capacidad de resistencia frente a la exuberancia excesiva en los mercados financieros. Ahora se presentará lo que puede parecer un tema más puntual, es decir, lo que el banco central puede hacer durante y después de una crisis financiera como la actual. Primero, por supuesto, debemos enfocarnos en la gestión de la crisis. Esto ha incluido: actuar como prestamista de última instancia para las instituciones financieras ilíquidas pero solventes, proporcionar apoyo de liquidez a través del mercado, y actuar como creador de mercado de última instancia cuando un mercado se vuelve disfuncional. Durante la crisis algunos bancos centrales se han visto

obligados a realizar una gama mucho más amplia de acciones de lo que normalmente se contemplaban, los préstamos contra una gama más amplia de garantías y plazos, más largos de lo habitual, e intervenir en los mercados en los que por lo general no operaban.

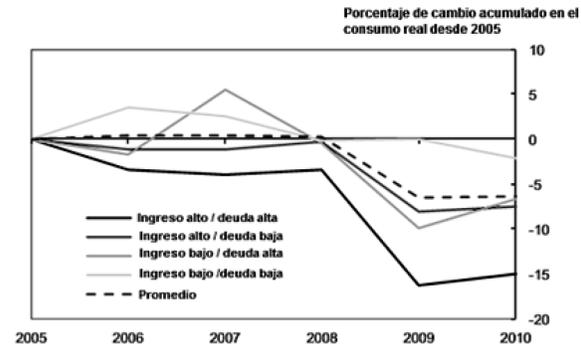
Pero una vez que la crisis ha pasado, ¿cómo pueden los bancos centrales fomentar la recuperación? Actualmente existe una amplia evidencia (FMI, 2009; Reinhart y Rogoff, 2009) que sugiere que la recuperación después de recesiones asociadas con crisis financieras suele ser mucho más prolongada que la recuperación que aquellas recesiones que se consideran “normales”. Por ejemplo, un estudio realizado por el FMI de 122 recesiones de posguerra a través de 21 países concluye que, en promedio, la producción supera su pico precrisis en torno a un año después del comienzo de una recesión “normal”. Pero ese período promedio se eleva a 2 años y medio después de las crisis financieras; y el nivel medio de la producción a través de las 15 recesiones asociadas con crisis financieras es todavía un 6% por debajo de la tendencia normal.

¿Por qué después de las crisis financieras es más probable que las caídas resulten en un período prolongado de debilidad en la actividad económica y un desempleo elevado, una depresión, en otras palabras? Hay dos razones principales. La primera es la disminución excesivamente marcada y sostenida en la confianza. El exceso de confianza y la subestimación de los riesgos durante el auge previo a la crisis abren paso a la cautela extrema y una preferencia por activos seguros. La segunda razón por la cual la recuperación después de una crisis bancaria probablemente será más lenta es que el exceso de deuda y la inversión acumulada en el período anterior, de optimismo excesivo, hay que saldarla; y ese proceso de reparación del balance de los hogares, empresas e instituciones financieras, por lo general toma tiempo e implica un período de menor demanda, a menos que el gasto de los otros agentes, menos endeudados, se eleve para compensar la disminución del gasto de los más endeudados.

A diferencia de algunos otros países que vieron aumentos sustanciales en los precios de la vivienda durante los años anteriores a la crisis, el Reino Unido no vio un gran auge en la construcción residencial (Broadbent, 2012). Aun así, las familias que habían tomado hipotecas relativamente grandes podrían haber sido más proclives a recortar sus gastos, cuando las condiciones se deterioraron en 2008-2009 cuando la crisis financiera empeoró. Cierto apoyo para esta hipótesis se presenta en la figura 2, que muestra los datos microeconómicos de las encuestas de los costos de vida y alimentos para examinar los patrones de consumo, por cuartil de ingresos, respecto al endeudamiento de los hogares. Las caídas más pronunciadas en el consumo

se observaron entre los hogares de altos ingresos con grandes deudas.

FIGURA 2: CONSUMO REAL EN LOS HOGARES CON DEUDAS ALTAS Y BAJAS



Fuente: encuesta de costo de vida y alimentos.
 (a) Los hogares con ingresos altos son aquellos que se encuentran en la mitad superior de la distribución de ingresos; los hogares con deuda alta son aquellos que tienen una razón deuda a ingresos por encima de 2.

El proceso más importante de reparación de la hoja de balance es, sin embargo, el que tendrá lugar en el propio sector financiero. Como se observa en la figura 1, en el período anterior a la crisis se registró un aumento considerable en el apalancamiento en el sector financiero, dejando a los bancos y otras instituciones financieras con una alta exposición al riesgo cuando el optimismo se desvaneció. Los costos de financiamiento del Banco y los diferenciales de swap por incumplimiento crediticio aumentaron sustancialmente. Los costos de financiamiento han disminuido recientemente, a raíz de las iniciativas políticas, como el Plan de Financiamiento para préstamos, aunque todavía persisten dudas. Por lo tanto, con total independencia de cualquier endurecimiento de los requisitos reglamentarios, se ha producido la presión del mercado sobre los bancos para hacer balances más seguros. Eso, a su vez, les ha animado a dirigir su oferta de préstamos sólo a los prestatarios de crédito más dignos. Por otra parte, los elevados costos de financiamiento han ejercido una presión al alza sobre las tasas de préstamos con cargo a los prestatarios, compensando el impacto de los tipos de interés más bajos.

El arrastre de estos factores –mayor incertidumbre y desapalancamiento– ha sido aumentado por dos factores adicionales. En primer lugar, los altos precios del petróleo y de otras materias primas, propiciado por el crecimiento de las empresas en las economías emergentes que implicó un deterioro de los términos de intercambio, impartiendo una carga adicional para el crecimiento de los ingresos reales. Además, la crisis financiera ha dado como resultado un mayor deterioro de la capacidad del sector financiero para generar ingresos de exportación, creando la necesidad de una expansión adicional en el resto del sector transable de la economía. La generación de este cambio en la composición de la actividad requiere de una depreciación real de la libra esterlina.

La conclusión de todo esto es que estos ajustes reales considerables son necesarios. Estos ajustes reales – reparación de la hoja de balance y la reasignación sectorial de recursos– inevitablemente llevarán tiempo. Es en este contexto en que la política monetaria debe ser ajustada. Por un lado, una postura de política altamente estimulante puede alentar a los hogares y a las empresas a adelantar el gasto, impulsando la demanda y la mitigación de la destrucción de la capacidad de oferta de la economía, que puede ser resultado de un largo período de debilidad de la demanda ya que las empresas están fuera del negocio y la habilidades de los trabajadores desempleados atrofia. Por otro lado, esta política también puede retrasar la transición hacia una nueva senda de crecimiento si se ralentiza el proceso de reparación de la hoja de balance e inhibe el proceso de “destrucción creativa” ya que las empresas no rentables están cerradas y los recursos liberados desplazados a los sectores en expansión.

La política monetaria ha sido muy estimulante, en varias economías avanzadas desde la crisis financiera. No sólo las tasas de política se encuentran cerca de su límite inferior cero, sino que tanto el Banco de Inglaterra, como la Reserva Federal de EE. UU. y el Banco de Japón han participado en las compras de activos a gran escala de la deuda pública y una selección de activos privados, pagados por una expansión de las reservas bancarias, lo que se conoce comúnmente como quantitative easing. El objetivo del quantitative easing es reducir los rendimientos a largo plazo, cuando a corto plazo las tasas de interés ya están en o cerca de su piso. Esto se hace mediante el fomento de los que le han vendido sus activos al banco, para que reequilibren sus carteras hacia activos sustitutos. Eso incluye bonos corporativos y acciones, así como una variedad de otros activos. Hay una línea de pensamiento académico que sostiene que este mecanismo no será eficaz si los agentes privados “perforan el velo del sector público” e incorporan las implicaciones fiscales del cambio en la composición de la hoja de balance consolidada del sector público (Eggertsson y Woodford, 2003). Sin embargo, los estudios de eventos de quantitative easing en el Reino Unido (véase Joyce et al, 2011) y en los Estados Unidos (véase Gagnon et al, 2011) sugieren que los rendimientos de una gama de activos han caído como resultado de las compras. Eso se puede ver en la presión a la baja sobre los rendimientos de los bonos corporativos y la presión al alza sobre los precios de las acciones durante las dos rondas de compras de activos. Así, hasta ahora, no pareciera que se puede caer en una trampa de liquidez en la que los rendimientos no pueden ser empujados hacia abajo más allá.

Lo que podría ser una pregunta más abierta es el grado de tracción que estos menores rendimientos tendrán en la demanda en la coyuntura actual. Una política monetaria más flexible alienta a los hogares y a las empresas a

traer su consumo futuro hacia el presente. Sin embargo, dicha sustitución intertemporal será menor cuando la incertidumbre sea elevada y cuando los bancos y algunos hogares se estén concentrando en solventar su situación financiera. Esto no significa que el quantitative easing sea impotente, mientras la demanda aun sea afectada por el efecto riqueza procedente del mayor precio de los activos, así como por los efectos de la depreciación cambiaria. Aun así hay razones para creer que los efectos de los menores rendimientos pueden ser débiles en la actual coyuntura. La debilidad de la recuperación ha llevado a algunas personas a sugerir que se podría incrementar la eficacia del quantitative easing dirigiendo el dinero utilizado para comprar bonos a la compra de activos del sector privado, o para inyectar poder adquisitivo más directamente, otorgándose directamente a los hogares a manera del famoso helicóptero monetario de Friedman.

Viéndolo de esta manera, podría ser útil ya que permite enfocarse en los méritos del uso alternativo que se dé a los fondos. Por ejemplo, la forma más fácil de implementar una “caída de helicóptero” sería aumentar las ventajas fiscales temporalmente. Pero el modelo del ciclo de vida –ingresos permanentes del consumo– sugiere que uno debería esperar a que la mayor parte de dicha ganancia temporal sea ahorrada en vez de gastarla. Ciertamente no es la manera obvia para intentar impulsar la demanda, a menos que uno pueda dirigir los ingresos adicionales a los consumidores con restricciones de crédito, que son más propensos a gastarlo. Como consecuencia de la crisis, se han tenido que implementar políticas monetarias no convencionales y se ha desarrollando un nuevo léxico de políticas macroprudenciales. Aunque pasará un tiempo antes de completar el ajuste después de la crisis, la normalidad volverá eventualmente. Esperemos entonces contar con un mejor conjunto de herramientas para hacer frente a desafíos similares en el futuro.

Referencia

Bean, Charlie (2012). Central banking in boom and slump. Speech given by Charlie Bean, Deputy Governor for Monetary Policy, Bank of England at the JSG Wilson Lecture in Economics, University of Hull.

