



1. ¿Qué tan efectivo es el mecanismo de transmisión monetaria en los países de bajos ingresos? Un estudio de la evidencia empírica¹

Carlos Antonio Alvarado Mendoza.²

En materia económica, el mecanismo de transmisión monetaria es el mecanismo a través del cual los cambios efectuados por las autoridades monetarias (i.e., las autoridades de un banco central) sobre las variables que éstas pueden controlar, tienen efectos sobre las variables del sector real (e.g., producto, empleo e inflación). De esa cuenta, una evaluación acerca del funcionamiento de dicho mecanismo es crucial, particularmente en economías cuya política monetaria opera bajo un régimen de metas explícitas de inflación, puesto que las decisiones de política monetaria se encuentran basadas en proyecciones de largo plazo que dan cuenta del impacto de las decisiones de política sobre la inflación de una economía, principalmente. Tradicionalmente, el mecanismo de transmisión bajo el cual opera la política monetaria en las economías desarrolladas, así como en la mayor parte de las economías emergentes y en desarrollo, es el denominado canal de transmisión de demanda agregada y/o de tasa de interés. Bajo dicho canal de transmisión, el banco central modifica una tasa de interés de referencia (generalmente, una tasa de interés de muy corto plazo que podría ser a un día plazo, denominada *tasa overnight*), la cual tiene influencia sobre las tasas de interés de mercado (nominales y reales), las que a su vez afectan el comportamiento del gasto en consumo e inversión de los agentes económicos y, por ende, la demanda agregada interna y la inflación.

Adicionalmente, existen otros canales por medio de los cuales las decisiones de política monetaria tienen efectos sobre las variables del sector real, tales como el canal del tipo de cambio, el canal de precios de activos, el canal del crédito bancario



y el canal de expectativas³; sin embargo, los efectos de la mayor parte de ellos no son tan importantes en relación con los generados por el canal de transmisión de tasas de interés. La influencia de los instrumentos de política monetaria sobre la demanda agregada tiene que ver con la presencia o la ausencia de restricciones sobre los flujos de capital internacional, con el régimen de tipo de cambio, así como con la estructura financiera de una economía en particular. En ese sentido, existen fuertes razones que explican las diferencias sustanciales existentes entre el funcionamiento de los mecanismos de transmisión monetaria en las economías avanzadas en relación con el funcionamiento de los mismos en las economías emergentes y en desarrollo. Por ejemplo, los países considerados de bajos ingresos se encuentran caracterizados por la ausencia de mercados de activos desarrollados, por una escasa relación con los mercados de capitales internacionales, y por un alto grado de intervención en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales; características que limitan el funcionamiento del canal de transmisión convencional de tasas de interés, del canal de precios de activos, del canal del tipo de cambio y del canal de expectativas⁴. Por lo tanto, del canal de crédito bancario, el cual se complementa con un canal de hojas de balance, es probablemente el canal de transmisión monetaria dominante en los países de bajos ingresos, de forma tal que dicha transmisión es efectiva⁵.

Debido a que la transmisión monetaria en los países de bajos ingresos se encuentra dominada por el canal del crédito bancario, la confiabilidad y efectividad del mismo depende de las propiedades de dicho canal.

1. Resumen y traducción libre del documento: *How Effective Is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence*, de Prachi Mishra y Peter Montiel.
2. Analista Económico de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.
3. Estos canales pueden estudiarse con mayor detalle en Mies, Morandé y Tapia (2008).
4. De conformidad con los autores del estudio, la definición de país de bajos ingresos corresponde a la efectuada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2010, bajo la cual 134 de los 187 países miembros del FMI fueron clasificados como países de bajos ingresos.
5. En este caso, el canal de hojas de balance opera como un factor que aumenta el efecto del canal del crédito bancario al aumentar la prima de financiamiento externo cuando el crédito bancario es abundante y reduciéndola cuando dicho crédito es escaso.

Contenido

1. ¿Qué tan efectivo es el mecanismo de transmisión monetaria en los países de bajos ingresos? Un estudio de la evidencia empírica..... p.1
2. Límites de la política monetaria..... p.5

De esa cuenta, dentro del mecanismo que opera a partir de las acciones de política monetaria hasta el efecto de éstas sobre la demanda agregada, dos propiedades relevantes asociadas al mismo son: (i) la relación entre las acciones de política monetaria y la disponibilidad y costo del crédito bancario; y (ii) la relación entre la disponibilidad y costo del crédito bancario y la demanda agregada. En la mayoría de los países de ingresos bajos, debido a que el sector financiero formal es pequeño, la segunda relación es muy débil; sin embargo, la condición anterior no elimina el hecho de que la relación entre las acciones de política monetaria y la disponibilidad y costo del crédito sea también débil. En consecuencia, la literatura sugiere que tales relaciones se ven afectadas por dos factores:

- a. Si la industria bancaria es no competitiva, los cambios en el costo de fondeo de los bancos pueden reflejarse en los márgenes de utilidades bancarias, más que en la oferta de crédito bancario.
- b. Si un entorno institucional débil incrementa el costo del crédito bancario, los bancos pueden restringir la actividad crediticia de forma tal que se debiliten los efectos de las acciones de política monetaria sobre la oferta de préstamos.

Los autores desarrollaron un modelo matemático sencillo para evaluar el papel que juegan los factores mencionados dentro del canal del crédito bancario y las implicancias que tienen sobre la fortaleza del mismo. De conformidad con los resultados obtenidos, el modelo desarrollado demuestra que la efectividad y confiabilidad del canal del crédito bancario no puede garantizarse en países de bajos ingresos. Las acciones de política monetaria tienen efectos débiles sobre las tasas de los créditos que otorgan los bancos comerciales cuando el costo marginal de los nuevos préstamos es creciente dentro del volumen de préstamos y cuando el grado de competencia en el sector bancario es débil. Por tanto, la efectividad del canal del crédito bancario dependerá del grado de estabilidad que muestren los factores que determinan los costos de intermediación de los bancos comerciales.

Para medir la efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en los países considerados de bajos ingresos, la metodología generalmente empleada en la literatura ha consistido en la derivación de funciones impulso-respuesta a partir de estimaciones de modelos de vectores autorregresivos (conocidos como VAR, por sus siglas en inglés); no obstante, debido a que existen importantes aspectos que son empleados en dichos estudios que dan origen a controversia, se presentan algunos puntos metodológicos:

i. La elección del indicador de política monetaria.

La importancia de este aspecto radica en que para proveer evidencia acerca de la efectividad de los mecanismos de transmisión monetaria se requiere obtener un indicador observable empíricamente de la postura de política monetaria; es decir, el banco central necesita determinar el valor de una variable que se encuentre relacionada a la demanda agregada a través del mecanismo de transmisión monetaria. No obstante, una elección errónea de dicho indicador puede generar resultados sesgados por la influencia de factores ajenos a las variables consideradas, lo cual proporcionaría información errónea acerca del verdadero efecto de la política monetaria sobre la demanda agregada. Los enfoques utilizados para evitar este problema ha sido la inclusión de las variables que podrían ser consideradas como indicador dentro de un VAR y el establecimiento de restricciones sobre los shocks del VAR en forma reducida, diseñado para extraer los shocks estructurales de política monetaria.

ii. La identificación de los shocks exógenos de política monetaria.

En este sentido, el problema radica en que los shocks asociados a la variable elegida como indicador no representan, necesariamente, shocks exógenos de política monetaria, ya que la política monetaria puede responder de forma contemporánea a cambios en diferentes variables consideradas dentro del sistema. Existen dos formas típicas de corregir dicho problema: (1) a través de la aplicación de la descomposición de Choleski, bajo la cual, se asume que las relaciones entre los shocks de forma reducida son recursivas⁶; y (2) mediante una identificación (simultánea) no recursiva, en la cual se identifica el shock exógeno de política monetaria dentro de un conjunto de ecuaciones simultáneas⁷.

iii. Exploración de los canales de transmisión.

Finalmente, el último problema a ser considerado corresponde a la forma en la que se mide la fortaleza de un canal de transmisión de política monetaria en particular, para lo cual existen dos enfoques: (1) el primero determina si el shock de política monetaria tiene un efecto estadísticamente significativo sobre la tasa de interés de préstamos o sobre el stock de crédito bancario, en la dirección que dicta la teoría

Director Oscar Roberto Monterroso S.	Producción Carlos Enrique Franco Pérez. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Rómulo Oswaldo Divas M.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Pablo Emilio Méndez Lima

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.

6. Para una explicación de dicha metodología, puede revisarse el trabajo de Christiano, Eichenbaum y Evans (1999).
7. La metodología puede revisarse en el trabajo desarrollado por Sims y Zha (1998).

económica; y (2) el segundo enfoque se encuentra basado en una comparación de funciones impulso-respuesta del indicador de demanda agregada a un shock de política monetaria cuando la variable de crédito bancario responde de forma endógena a dicho shock y cuando es considerada como variable exógena.

La revisión de la literatura efectuada por los autores, la cual se presenta a continuación, se encuentra dividida en seis regiones geográficas, debido a que el número de países considerados de ingresos bajos es muy alto y tomando en consideración que los países de una misma región geográfica tienen, a menudo, similitudes en lo que concierne a su acceso a los mercados financieros internacionales, adoptan similares regímenes cambiarios y que tienen un entorno institucional y legal común.

1. Países que se encuentran al sur del Sahara

En general, los estudios considerados proporcionan, en el mejor de los casos, evidencia muy débil de efectividad del mecanismo de transmisión monetaria en las economías de esta región, independientemente de la variable de política considerada (tasa de interés o base monetaria) y de la metodología utilizada para identificar el shock de política monetaria (estructural o recursiva).

2. Economías en transición de Europa del este y del centro de Europa

Para el caso de las economías europeas que se encuentran en transición, las características que presentan en relación a su integración a los mercados financieros internacionales, al grado de intervención en el mercado cambiario, a su sector financiero doméstico y a la competitividad de su sistema bancario, dan cuenta de un entorno más favorable que el grupo de países de África Subsahariana, aunque menos favorable que el de las economías avanzadas. Adicionalmente, las investigaciones individuales efectuadas a las economías que conforman este grupo, han encontrado resultados mixtos en lo que respecta a la relación entre los instrumentos de política y la demanda agregada; habiéndose encontrado respuestas contraintuitivas de estas variables a cambios en la política monetaria.

3. Economías en transición del centro de Asia

Las economías en transición de Asia Central tienden a tener menores niveles de ingreso e instituciones más débiles que las de las economías del centro de Europa; de hecho, las características relevantes para estas economías parecen ser más comparables con las correspondientes a las economías de África Subsahariana. No obstante, de forma consistente con los resultados para las economías en transición del centro y del este de Europa, a pesar de que los cambios en las tasas de política tienen un traspaso fuerte hacia las tasas de interés de mercado, las débiles respuestas de los precios y del producto a los shocks en la tasa de política sugieren que el canal del crédito bancario en los países de dicha región es débil.

4. Países del Oriente Medio y del norte de África

En promedio, las características relevantes para el análisis del mecanismo de transmisión monetaria en los países de

Oriente Medio y del norte de África son comparables con aquellas de los países que se encuentran al sur del Sahara y de los países del centro de Asia. Los resultados de los estudios efectuados para estos países muestran resultados mixtos; no obstante, en promedio, hay evidencia de que los cambios en las tasas de política generaron un cambio en el crédito bancario en la dirección opuesta al cambio en la tasa de política, al menos en el corto plazo, de forma consistente con el resultado teórico esperado; mientras que no hay presencia de efectos estadísticamente significativos de los shocks monetarios sobre los precios y el producto.

5. Países del área Asia-Pacífico

Las características relevantes para el análisis de la efectividad del mecanismo de transmisión monetaria correspondientes a los países del área Asia-Pacífico son similares a las de los grupos considerados anteriormente, con excepción de India, economía que destaca por tener un mercado grande de activos financieros, el sector bancario más grande y el ambiente institucional más favorable dentro de este grupo de economías. Sin embargo, los estudios acerca de la efectividad del mecanismo de transmisión monetaria en esta región son muy pocos. Aun así, en general, existe cierta evidencia (aunque débil debido a que la mayoría de estudios no reportan bandas de confianza para sus resultados) de una respuesta negativa del producto a una contracción monetaria. Adicionalmente, cuando se incluye el crédito bancario real dentro de los modelos, la respuesta del producto real al shock de política monetaria es más moderada; por otro lado, cuando se compara la respuesta del producto real a un cambio en la política monetaria cuando el crédito bancario responde endógenamente versus el caso en el que se considera exógeno, la diferencia es notable. No obstante, aun cuando la respuesta del producto agregado a un shock de política monetaria tiene el signo correcto, dicho efecto es pequeño y estadísticamente no significativo.

6. Países de América Latina y el Caribe

Comparando entre regiones, el contexto institucional para el sector financiero en los países de ingresos bajos en Latinoamérica y el Caribe es relativamente favorable, un poco menos que en el grupo de países de centro y del este de Europa y bastante menos favorable que en las economías avanzadas. Adicionalmente, aunque los países en esta región parecen estar más integrados a los mercados financieros internacionales que el resto de grupos de países considerados y, a pesar de que tienen regímenes cambiarios menos flexibles que en otras regiones, los factores macroeconómicos son menos propicios para la efectividad de la política monetaria. Asimismo, la investigación acerca de la efectividad de la transmisión monetaria en América Latina y el Caribe ha generado conclusiones contradictorias. Por un lado, las respuestas de las tasas de interés de los créditos son muy heterogéneas entre los países, tanto en magnitud como en duración. Shocks positivos a la tasa de descuento tienen efectos débiles y rápidamente disipadores sobre las tasas de interés de los créditos bancarios, mientras que los shocks positivos a la proporción de requerimientos de reserva tienen efectos negativos sobre las tasas de interés de los préstamos bancarios.

En conclusión, los autores indican que es complicado obtener evidencia contundente con respecto a la fortaleza del mecanismo de transmisión monetaria en los países de ingresos bajos.

De esa cuenta, es necesario reflexionar acerca de la combinación de entorno institucional y deficiencias metodológicas de los estudios efectuados en los países considerados en la clasificación. No obstante, los autores consideran que la institucionalidad de los países puede ser parte importante que explicaría la debilidad en el mecanismo de transmisión monetaria; puesto que las deficiencias en las metodologías empleadas en los estudios revisados han sido utilizadas en investigaciones de economías institucionalmente más fuertes y desarrolladas, de forma que, de ser así, el reto consistiría en identificar los medios para fortalecer la efectividad de la política monetaria.

Referencias

Betancour, C., J. De Gregorio, y J. P. Medina (2006). *The "Great Moderation" And The Monetary Transmission Mechanism in Chile*. Banco Central de Chile. Documento de Trabajo No. 393. Diciembre 2006.

Christiano, L. J., M. Eichenbaum, y C. L. Evans (1999). *Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? En Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1A, editado por John B. Taylor y Michael Woodford. Amsterdam: Elsevier Sci.

Mies, V., F. Morandé, y M. Tapia (2002). Política Monetaria y Mecanismos de Transmisión: Nuevos Elementos para una Vieja Discusión. *Economía Chilena*. 5(3): 29 -66.

Sims, C., y T. Zha (1998). *Does Monetary Policy Generate Recessions? Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper* 98-12.

2. Límites de la política monetaria⁸

Douglas Galindo⁹

La crisis financiera ha requerido grandes cambios en la política monetaria, lo cual ha dependido del tamaño de las perturbaciones económicas, así como de la forma en la que se han adaptado o creado nuevos instrumentos de política. La política monetaria ha debido tomar acciones que antes eran inimaginables. Pero entonces, ¿cuál es el verdadero rol que la política monetaria debe jugar al tratar de recuperarse de la crisis financiera? ¿Cuáles son sus límites? Existen dos límites potenciales de la política monetaria. El primero, en términos muy generales, es el papel que la política monetaria puede jugar tratando de apoyar la recuperación de la demanda agregada. La crisis financiera y la subsecuente recesión han aumentado el interés en utilizar la política monetaria para estabilizar la economía. En parte, esto se debió a los temores bien justificados que la profunda recesión podría conducir a una deflación. Pero más allá de eso, fue una respuesta a la presunción generalizada de que la política monetaria podría (y que de hecho debe) jugar un papel activo en la estabilización. Para bien o para mal, se ha esperado mucho más de la política monetaria, que simplemente mantener la estabilidad de precios.

El segundo límite se refiere a los costos potenciales y los efectos secundarios de la ejecución de una política monetaria extremadamente relajada durante un período sostenido. Las tasas de interés en las principales economías avanzadas han estado cerca de cero durante más de tres años. Los balances de los bancos centrales se han expandido más allá de lo acordado y los comités de política monetaria han inyectado cantidades crecientes de dinero en la economía. Más recientemente, varios bancos centrales han proporcionado apoyo financiero y liquidez al sistema bancario a una escala y de una manera que, en tiempos normales, sería inaceptable. No hay que equivocarse, ya que existen razones de peso para todas estas acciones. Aunque la economía mundial sigue siendo débil, si estas acciones no se hubieran tomado, ésta se encontraría en un peor estado el día de hoy. Sin embargo, la política monetaria acomodaticia prolongada y agresiva conlleva costos y riesgos potenciales para la salud y el funcionamiento de la economía en el largo plazo, así como para el papel y la credibilidad de los bancos centrales.

1. Límites para estabilizar la economía mediante la política monetaria

Antes de empezar a desarrollar el tema de los límites potenciales de la política monetaria para estabilizar la economía, es necesario hacer algunas consideraciones, sobre todo cuando nuestro conocimiento de cómo funciona se ve empañado por el

desconocimiento y la incertidumbre. El conocimiento sobre los límites de la política monetaria se remonta a por lo menos 60 años con Milton Friedman. Tomándolo como un extremo, este punto de vista sostiene que hay pocas posibilidades o ninguna de que la política monetaria pueda suavizar los ciclos económicos. La rigidez de salarios y precios puede muy bien implicar la existencia de una relación inversa de corto plazo entre producto e inflación. Sin embargo, la complejidad de la economía significa que está más allá del ingenio de las autoridades monetarias para explotar esa relación inversa con éxito. Tratar de hacerlo es propenso a amplificar las fluctuaciones del ciclo económico en lugar de suavizarlos. Desde este punto de vista, lo mejor que puede hacer la política monetaria es mantener un nivel nominal. En lenguaje moderno es tomar una decisión sobre su meta de inflación y que la política monetaria se dedique a alcanzarla en un período determinado, es decir, una regla *k* de Friedman para el crecimiento del dinero.

En comparación con las percepciones actuales del papel activo que la política monetaria debería jugar, los sentimientos como los que sustenta la regla *k*, parecen bastantes anticuados. Los banqueros centrales hoy en día se esfuerzan por subrayar que no se centran simplemente en la inflación. Estos sentimientos también parecen ser derrotistas. Sin duda, se sabe lo suficiente para hacer algo mejor que simplemente lograr una meta de la tendencia de la inflación. Esto bien puede ser correcto. Pero nadie tiene que mirar muy lejos hacia atrás para ver lo que puede suceder cuando la política monetaria no logra alcanzar incluso esta meta, aparentemente modesta.

La creencia de que se conoce mucho (que se puede hacer algo mejor que simplemente controlar la inflación) es materializada en la actual meta de inflación flexible. Esto le da primacía a la política monetaria para mantener una inflación baja y estable, pero postula que las autoridades monetarias también saben lo suficiente como para tener cierto margen de maniobra para suavizar a corto plazo las fluctuaciones en la producción. Esto parece eminentemente razonable y totalmente coherente con el amplio consenso de los economistas. Sin embargo, esto no significa tener claro la estructura de la economía, ni el comportamiento de los hogares y las empresas dentro de la misma. Ni siquiera cerca. No se conoce la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, incluso mucho después de que hayan ocurrido. La pregunta que surge es: ¿Existe peligro de que se podría hacer más daño que bien? Esto se puede ilustrar mediante una regla de Taylor básica¹⁰.

$$i_t = R^* + \pi^* + 1.5(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) + 0.5(y_{t-1} - \bar{y}_{t-1})$$

La brecha del producto utilizado en la regla básica de Taylor se ha calculado (tal como en el trabajo original de Taylor) tomando desviaciones del producto respecto de su tendencia histórica. Sin embargo, una característica notable de la crisis financiera y la consiguiente recesión es que parece haber afectado el crecimiento de la capacidad de oferta de la economía, así como la demanda.

8. Resumen de la conferencia "Limits of monetary policy" dictada por Spencer Dale, Gerente Económico y Director Ejecutivo de Política Monetaria del Banco de Inglaterra. 44^o. Conferencia anual de dinero, macroeconomía y finanzas, en Trinity, Dublin, 8 de septiembre de 2012.

9. Especialista de la Sección de Modelos Macroeconómicos, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.

10. Donde i representa la tasa de interés de corto plazo, R^* es la tasa de interés real de largo plazo, π es la tasa de anual de inflación, π^* es la tasa meta de inflación, y es el nivel del PIB y \bar{y} es el nivel natural del producto.

A pesar de la aparente deficiencia de la demanda, encuestas empresariales sugieren que la capacidad ociosa en las empresas es relativamente limitada. La tasa de desempleo ha aumentado, pero mucho menos de lo que se temía, dada la gravedad de la recesión. La contrapartida es que la productividad del sector privado se redujo drásticamente. La regla de Taylor también requiere un juicio acerca del nivel de equilibrio de la tasa de interés real, que conlleva toda la incertidumbre acerca de lo que está sucediendo en la economía por el lado de la oferta. Esto también nos obliga a hacer un juicio sobre el grado en que la crisis ha afectado al funcionamiento de los mercados financieros.

Es conveniente señalar que la regla básica de Taylor puede llevar a recomendaciones muy diferentes en función de los juicios que se hacen, así como de la calibración de la misma regla. Por lo que las autoridades monetarias se enfrentan a una incertidumbre sustancial, lo cual debe ser considerado al momento de tomar decisiones de política. Es importante mencionar que la inyección de un estímulo monetario adicional cuando se observa un producto débil podría no ser lo correcto. En particular, si se piensa que la debilidad de la demanda y de la oferta está siendo impulsada por algún otro factor, quizás relacionado con el sistema financiero deteriorado y con condiciones crediticias rígidas durante un periodo sostenido. En este caso, el estímulo adicional de demanda puede tropezar con la capacidad de oferta relativamente rápida y en gran medida como resultado una mayor inflación. Estos son argumentos que las autoridades monetarias están teniendo que enfrentar en la actualidad. No hay una respuesta simple. Pero aumentar los estímulos monetarios cada vez que se observe un crecimiento débil no es sensato. El relajamiento de la política monetaria depende crucialmente de las razones que fundamentan el débil crecimiento económico.

El uso de la política monetaria para estabilizar la economía es un reto, incluso en el mejor de los casos. Las limitaciones planteadas por nuestra incertidumbre y falta de conocimiento no deben subestimarse, sobre todo ahora que el desempeño de la economía por el lado de la oferta es altamente incierto. Además, es muy poco lo que política monetaria puede hacer para estimular el crecimiento de la productividad. Es necesario estar consciente de las limitaciones de la política monetaria. La economía mundial, particularmente de las economías avanzadas, continúa presentando señales de debilidad. El desempleo ha ido disminuyendo en los últimos meses, pero sigue siendo demasiado alto. La responsabilidad de la política monetaria es seguir estimulando la economía. Pero en última instancia, el trabajo consiste en alcanzar una meta de inflación y no una meta de crecimiento económico.

2. Límites de una política monetaria persistentemente relajada

La crisis financiera ha involucrado a la política monetaria en un territorio desconocido. En casi todas las economías avanzadas el tamaño de las secuelas de la crisis financiera agotó rápidamente las herramientas de política convencional. La tasa de interés de política se redujo de 5% a 0.5% durante un tiempo de 6 meses. Los bancos centrales efectuaron compras de activos financieros privados a escala masiva. En promedio las compras de activos equivalen a 25% del PIB nominal de dichos

países. Obviamente, existe incertidumbre sobre la efectividad de las acciones que se han tomado. Algunos han señalado la debilidad del crecimiento económico en los últimos dos años, como prueba de que su impacto ha sido relativamente limitado. Sin embargo, la escala de los problemas que afectan a la economía mundial durante este periodo (en términos de la contracción de los ingresos reales de los hogares, derivada de la subida de precios de las materias primas y otros precios de importación, la consolidación fiscal, el endurecimiento de las condiciones crediticias, y las consecuencias de la crisis de la Zona Euro) ha sido enorme. Estos problemas tienen que ser tomados en cuenta al evaluar la eficacia de las medidas de política monetaria adoptadas para contrarrestarlos. Hay un debate legítimo sobre la eficacia de la política de las acciones llevadas a cabo hasta la fecha. Aunque es un poco dudoso de que sin tales acciones, la economía del Reino Unido estaría en una situación mucho peor al día de hoy.

Aunque un relajamiento monetario prolongado y agresivo, combinado con un incremento de herramientas de políticas no convencionales, también conlleva costos y riesgos potenciales. Es necesario estar alerta ante los peligros al evaluar la política monetaria. Estos costos y riesgos se pueden manifestar al menos de tres formas diferentes: los efectos secundarios no deseados, los riesgos de salida y el impacto en la credibilidad de la banca central. La política monetaria, mediante la reducción de las tasas de interés de corto plazo y la mejora en la disponibilidad del crédito, alienta a los hogares y a las empresas a gastar más, es decir, prestar más y ahorrar menos. Esto es exactamente lo que se necesita en un periodo de demanda deficiente. Sin embargo, existen posibles efectos secundarios no deseados asociados con un periodo sostenido de la política monetaria laxa.

Por ejemplo, en la literatura reciente se ha puesto de manifiesto la existencia de un "canal de toma de riesgos" de la política monetaria. Así como las tasas de interés de política se han reducido y los rendimientos de activos de corto plazo han caído, los inversionistas pueden cambiar sus carteras hacia activos de mayor riesgo. Este sería el caso más probable, si algunos inversionistas institucionales tienen tasas nominales de rendimiento con el fin de coincidir con sus pasivos. Esto bien podría ser algo bueno, si las primas de riesgo son muy elevadas. Pero esto podría también crear problemas para el futuro. Por ejemplo, Rajan (2006) sostiene que esta búsqueda de rendimiento es el factor clave que impulsó a tomar mayores riesgos crediticios en el periodo previo a la crisis. En una forma similar, la compra de activos financieros por parte de los bancos centrales (QE, por sus siglas en inglés) funciona mediante el fomento de los inversionistas institucionales para mantener una cartera de activos con mayor riesgo. Pero esto es a costa de aumentar los riesgos asumidos por partes claves del sector financiero.

En términos muy generales, un periodo prolongado de tasas de interés bajas y un mayor apoyo podrían retrasar la reestructuración y equilibrio que la economía necesita emprender. Problemas subyacentes en la hoja de balance se pueden enmascarar, disminuyendo los incentivos para abordarlos. Las empresas ineficientes pueden permanecer en el negocio durante más tiempo y hacer muy lentamente la reasignación de capital y de trabajo hacia usos más productivos.

Las tasas de interés bajas y la tolerancia asociada podrían explicar en parte la debilidad desconcertante de la productividad. La política monetaria puede y debería proporcionar apoyo a corto plazo en momentos de necesidad, pero debe evitar convertirse en un apoyo constante de largo plazo que obstruya encontrar el nuevo equilibrio de la economía.

A primera vista, modificar la postura de política monetaria hacia una posición más neutral, en tanto que las condiciones económicas mejoren, parece relativamente sencillo. La estructura de los mercados de dinero del Reino Unido permite aumentar la tasa de interés bancaria en cualquier momento. No hay necesidad de drenar el exceso de reservas en poder del sistema bancario. La compra de grandes cantidades de deuda pública constituye una manera eficiente y eficaz de inyectar en la economía grandes cantidades de liquidez, considerando alcanzar la meta de inflación en un mediano plazo. Esa es la razón – y la única razón– por qué la compra de activos del banco central se está llevando a cabo. Pero para algunos observadores, la compra de activos puede ser muy inquietante para el financiamiento monetario. En general, es conveniente que al menos los límites de la política monetaria se entiendan bien, con el objeto de moderar la brecha entre lo que los bancos centrales pueden y deben hacer. Los bancos centrales deben estar claros sobre los límites de la política monetaria con el fin de proteger la confianza y la credibilidad en el largo plazo.

Conclusiones

Las medidas de política adoptadas por los bancos centrales de las economías industrializadas han jugado un papel fundamental en la estabilización económica mundial. Si bien dichas acciones pueden traer consigo riesgos y costos potenciales, los costos de la inacción monetaria en un momento cuando la economía se tambalea al borde de una gran depresión pudieron ser mucho mayores. Hay un margen para que la política monetaria pueda continuar contribuyendo a la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, existe un límite con respecto a cuánto podría la política monetaria responder. Es necesario tener en cuenta lo poco que sabemos acerca del funcionamiento de la economía. Si el crecimiento del producto sigue siendo débil, se tiene que evaluar cuidadosamente la evolución de la oferta potencial, así como de la demanda agregada antes de decidir cómo responder. Las tasas de crecimiento del producto que se tenían antes de la crisis no pueden ser el punto de referencia correcto para los próximos años. Se debe tomar en cuenta los posibles costos y beneficios de una política monetaria relajada. Pero, por encima de todo, las autoridades monetarias deben permanecer enfocadas en alcanzar sus respectivas metas de inflación.

Referencia

www.bankofengland.co.uk/publications/speeches

