



Tasas de interés neutrales en Latinoamérica¹

Introducción

Cuando se establece la postura de política, en un esquema de metas explícitas de inflación, los hacedores de política necesitan saber cómo la tasa de interés actual se compara contra una tasa de interés de referencia o “neutral”. El concepto de tasa de interés neutral fue sugerido originalmente por Wicksell (1898), quien definió la tasa de interés real natural como la tasa de interés de equilibrio de largo plazo que iguala el ahorro a la inversión, por lo tanto, es no inflacionario, o neutral; y, en ausencia de fricciones, se igualaría al producto marginal del capital. Este artículo se centra en la tasa de interés real de política neutral de corto plazo, la cual es una tasa consistente con una brecha del producto más cerrada y una inflación estable. La tasa de interés neutral de corto plazo difiere de la tasa de interés natural de largo plazo debido a fricciones del mercado u otras condiciones temporales. Por otra parte, la tasa neutral de corto plazo puede cambiar en el tiempo debido a cambios en los fundamentos económicos y las tasas de interés mundiales.² En este trabajo se estiman tasas de interés reales de política neutrales (NRIR, por sus siglas en inglés) con periodicidad mensual para diez países de América Latina. La muestra incluye tanto países que tienen completamente implementado el régimen de metas explícitas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), como aquellos que han hecho la transición recientemente (Costa Rica, República Dominicana, Guatemala y Paraguay). Por no existir un único método de estimación, se utiliza una batería de diferentes metodologías para calcular un rango de NRIR por cada país, en lugar de una estimación puntual específica. Además, se evalúa qué tan apropiadas pueden ser estas estimaciones para la postura de política monetaria, y sus implicaciones para las brechas del producto y la inflación sobre los años pasados, y para explorar cómo afectan las políticas macroprudenciales a esta postura.

¹ Traducción y resumen de la publicación “On neutral interest rates in Latin America” de Nicolas Magud y Evridiki Tsounta (2012), elaborada por Eva María de León Fajardo, Analista del Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.

² La tasa de interés real neutral es una variable no observable, así como la tasa natural de desempleo y la brecha del producto.



Estimaciones de la tasa de interés neutral Comparación entre países

Los resultados de las diferentes estimaciones se encuentran en la Figura 1. Se puede observar que, pese a las diferencias entre las metodologías y la limitación de los datos, las NRIR estimadas se encuentran típicamente agrupadas entre 200 puntos básicos, y generalmente son consistentes con las tasas de interés reportadas en estudios específicos de cada país. La tasa de interés de política neutral tiende a ser menor en los países con esquemas monetarios más sólidos y fundamentos económicos que son financieramente más abiertos y desarrollados. Las excepciones más sobresalientes son Brasil y Uruguay, que presentan las más altas tasas de interés neutrales en la región y entre las economías emergentes.³

Mejores fundamentos usualmente implican NRIRs más bajas si se traducen en expectativas de inflación menores y mejor ancladas, así como menores primas de riesgo país.⁴

³ Entre las posibles razones del diferente comportamiento de la tasa de interés de Brasil incluye la deuda pública históricamente alta y los bajos ahorros domésticos, la indexación financiera generalizada, y una fuerte presencia de bancos públicos.

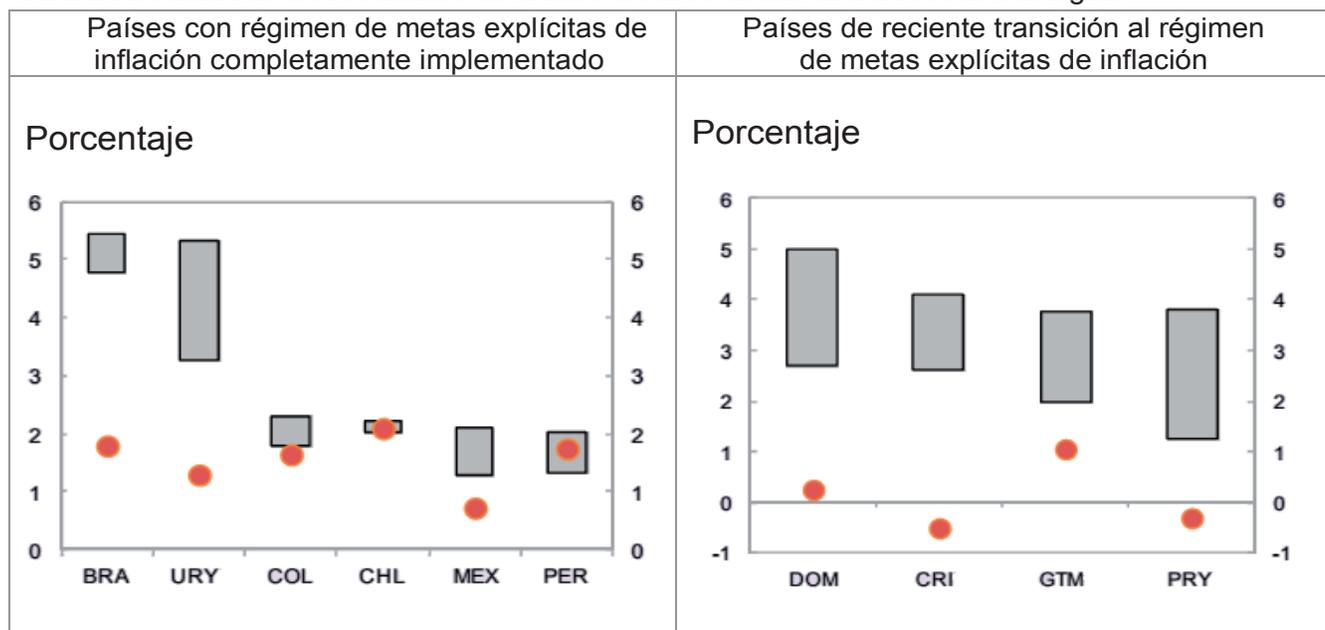
⁴ Fundamentos más sólidos han sido asociados con países más desarrollados relativamente, que tienden a tener menor producto marginal del capital.

Contenido

1. Tasas de interés neutrales en Latinoamérica	p. 1
2. Deuda pública y política monetaria no convencional.....	p. 6

Figura 1. Tasas de interés neutrales: variación entre países

NRIR: Resumen de los resultados obtenidos a través de las diferentes metodologías¹



¹ Los puntos denotan la tasa de interés real de política a finales de agosto de 2012, deflactada por la inflación esperada. Los rectángulos representan los valores de los rangos de las NRIRs, a finales de mayo de 2012.

Mientras, países más abiertos, y más desarrollados financieramente, tienden a enfrentarse a menores costos de aumentos de capital y, generalmente, menores restricciones de liquidez. Las fricciones financieras, resultantes del control de capitales, la dolarización, o mercados financieros domésticos menos desarrollados, pueden aumentar la prima de riesgo de un país, usualmente agravando los fundamentos más débiles. También se encontró que economías con una política monetaria más débil, y por lo tanto, con mayor prima de riesgo de inflación, exhibían rangos más amplios

en sus estimaciones de NRIR, aunque la limitación de los datos podría también explicar esta dispersión.

Tendencia a la baja

En los países de la muestra ha existido una tendencia a la baja en la NRIR en la última década, con excepción de Brasil y Uruguay. Esta tendencia refleja, posiblemente, fundamentos económicos más sólidos en la región, como riesgos de tipo de cambio y primas de riesgo de inflación más bajas, y consolidaciones fiscales que han tenido lugar durante la última década; así como las condiciones financieras globales relajadas que han aumentado los ahorros disponibles en la región. Por lo tanto, cuando las condiciones globales se normalicen en el mediano plazo, es probable que exista alguna reversión de la trayectoria reciente de las NRIRs.

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

Efectividad de la política monetaria

Se calculó la brecha de la tasa de interés utilizando las NRIR estimadas, como variable *proxy* de las condiciones financieras domésticas. Ésta se calcula como la diferencia entre la tasa de interés actual y la neutral, y es un indicador de la postura de la política monetaria.

La inspección visual de los resultados revela que: (Figura 1 y 3)

- * Las brechas de tasas de interés y de producto están en general positivamente correlacionadas. Esta correlación sugiere que los bancos centrales han respondido de forma contracíclica a las fluctuaciones de ciclos reales. Adicionalmente, la política monetaria parece haber sido efectiva en ajustarse al ciclo real, así como los periodos de política monetaria acomodaticia (brechas de tasa de interés negativas), a menudo se encuentran seguidos por brechas del producto contraídas (negativas), y viceversa.
- * Para la mayoría de los países estudiados, la brecha de las tasas de interés está negativamente correlacionada con el futuro crecimiento del PIB. Periodos de política monetaria expansiva están seguidos por un crecimiento superior a la tendencia. No obstante, el impacto en el PIB se disipa a medida que la tasa de interés se acerca a su nivel neutral. Estos hallazgos están en línea con el trabajo de Neiss y Nelson (2003).

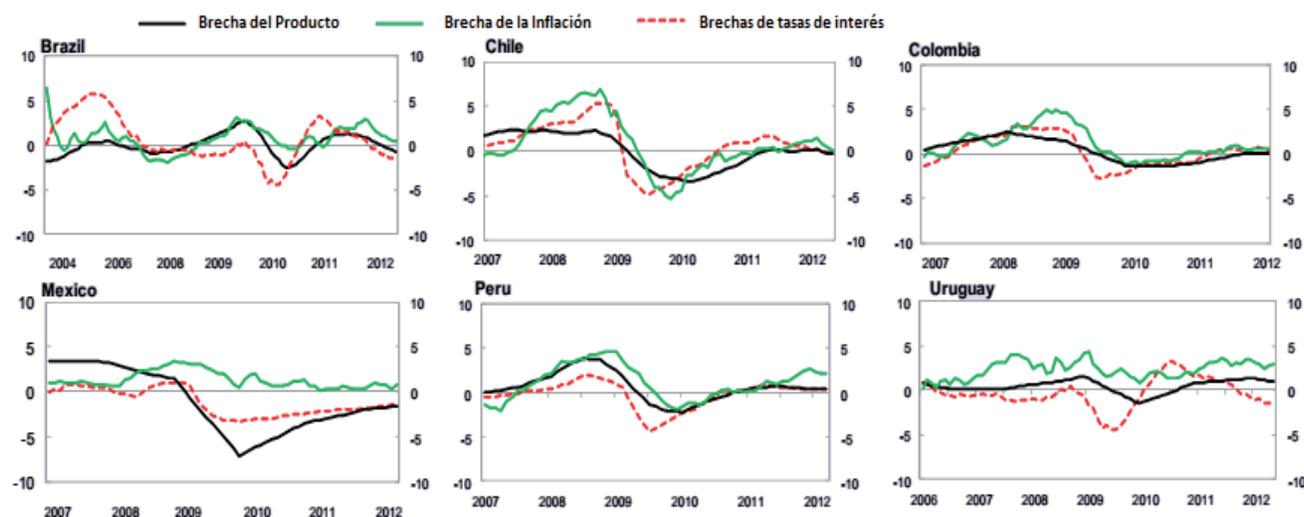
* A finales de agosto de 2012, la postura de política monetaria parece ser apropiada en la mayoría de países con régimen de metas explícitas de inflación completamente implementado, con países moviéndose hacia una postura de política neutral, en línea con reducir las brechas del producto. La política monetaria sigue siendo expansiva (con tasas de interés actuales por debajo de la tasa de interés neutral) en Brasil, donde existe evidencia que el crecimiento está empezando a recuperarse apoyado por el estímulo monetario oportuno. Por su parte, en México, una tasa de interés de política por debajo de su nivel neutral es consistente con la consolidación fiscal en curso y una brecha del producto bastante cerrada.

* Cuando se comparan las brechas de la tasa de interés con la brecha de la inflación (desviaciones de la inflación con respecto a su meta), como en Woodford (2003), se observa que los banqueros centrales típicamente subestiman la política monetaria restrictiva si la inflación excede su meta, y viceversa.

Los países que han hecho la transición recientemente a metas explícitas de inflación (Costa Rica, República Dominicana, Guatemala y Paraguay), parecen tener posturas de política más acomodaticias, a pesar de tener brechas del producto generalmente cerradas. Estos resultados deben ser interpretados con precaución, sin embargo, considerando que en estos países los cambios en las tasas de interés de política no siempre se reflejan en cambios significativos

Figura 3. Efectividad de la política monetaria

Brechas del producto¹, de tasas de interés² y de inflación³, en porcentaje



¹ Diferencia entre el dato actual y el PIB real potencial, como porcentaje del PIB potencial

² Diferencia entre el dato actual y la tasa de interés real neutral. Una brecha positiva implica una política monetaria más restrictiva.

³ Diferencia entre el dato actual y la meta de inflación

en las condiciones financieras del mercado, debido a canales de transmisión relativamente débiles. Esto puede estar relacionado con un alto grado de dolarización financiera, flexibilidad cambiaria limitada, excedentes de liquidez en los bancos, y mercados de financiamiento a corto plazo segmentados. Para estos países, sería útil complementar las NRIRs estimadas con diferentes medidas de presiones de las condiciones financieras, para mejorar la evaluación de las respectivas posturas de política monetaria.

Políticas macroprudenciales y la postura de política monetaria

En años recientes algunos países de la región han utilizado medidas menos convencionales para controlar las condiciones financieras, conocidas como políticas macroprudenciales. Estas incluyen, entre otras, cambios en los requerimientos de las reservas, imponer límites a los descargos cambiarios o a las relaciones préstamo-valor, e imponer ponderadores específicos de riesgo de los activos. En esta sección se explora cómo las medidas macroprudenciales podrían haber afectado la tasa de interés de política real neutral estimada, basándose específicamente en los casos de Brasil y Perú (Figura 4). Después de una significativa relajación monetaria en medio de la crisis financiera mundial, Brasil y Perú iniciaron la implementación de las políticas

macroprudenciales restrictivas para contener el crédito doméstico, sin alterar su tasa de interés de política (ver Magu y Tsounta (2012) para más detalle). Estas medidas redujeron la tasa de interés de política neutral estimada, posiblemente a través de ajustar las condiciones crediticias, y resultaron en una postura de política menos acomodaticia (es decir, aumentaron la brecha de tasa de interés).⁵

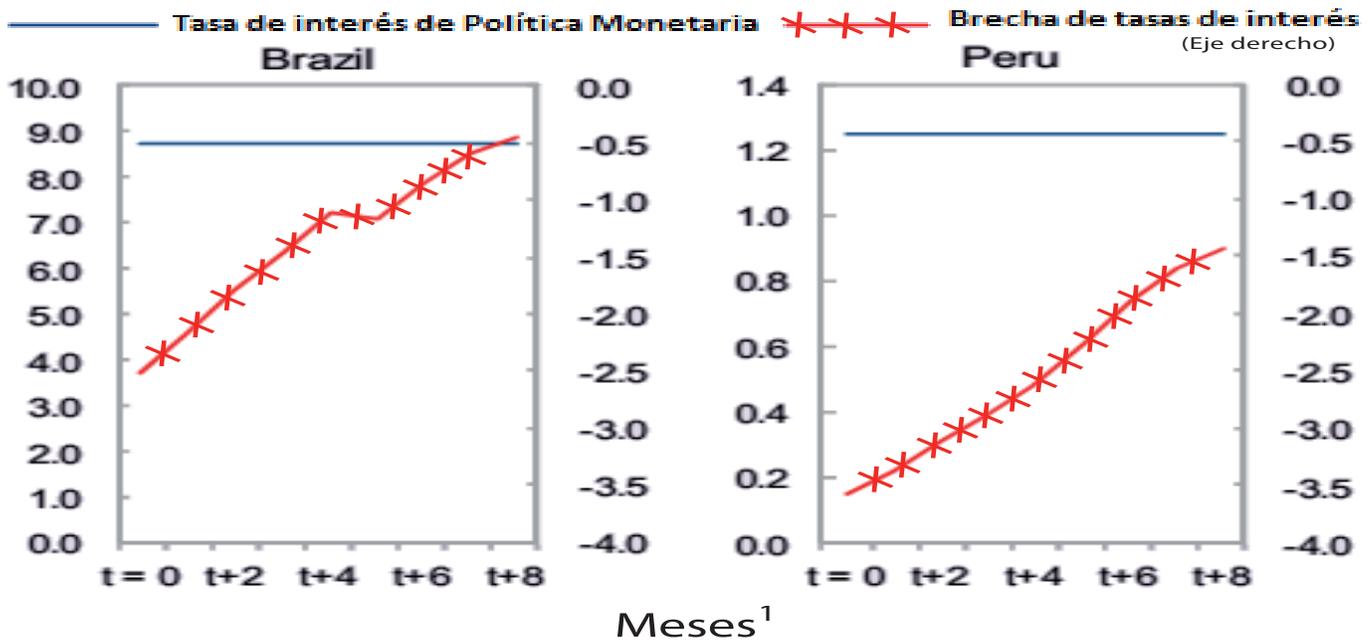
El análisis de estos eventos sugiere que las medidas macroprudenciales podrían complementar las políticas macroeconómicas estándar, afectando directamente el canal del crédito. Estas medidas podrían, entonces, salvaguardar la estabilidad financiera sin las consecuencias colaterales de flujos de capital más altos, que un aumento en la tasa de interés de política podría implicar.

Conclusiones

- Los países con mercados financieros más desarrollados, con un régimen de metas explícitas de inflación bien establecido y fundamentos macroeconómicos más sólidos, tienden a presentar tasas de interés de política reales neutrales más bajas.
- Las NRIRs han mostrado una tendencia a la baja para la mayoría de países, lo que refleja condiciones finan-

Figura 4. Políticas macroprudenciales restrictivas y su impacto en la brecha de la tasa de interés

Tasa de interés de política monetaria nominal y brecha de la tasa de interés (porcentaje)



¹ t=0 representa julio 2009 para Brasil y Septiembre 2009 para Perú

⁵ Los resultados son simétricos para medidas macroprudenciales laxas.

cieras globales más relajadas junto con fundamentos más sólidos.

- La postura de la política monetaria, medida por la brecha de tasas de interés, generalmente, se puede utilizar para predecir el crecimiento económico y la inflación. La postura monetaria actual es aproximadamente neutral en varias economías de la región, siendo consistentes con brechas del producto más cerradas.
- La actual postura de política, en países que recientemente han optado por metas explícitas de inflación, parece un tanto acomodaticia, a pesar de las brechas del producto generalmente cerradas. Sin embargo, los limitados datos y un débil mecanismo de transmisión de la política monetaria podrían afectar las estimaciones de las NRIRs.
- Evidencia preliminar de Brasil y Perú sugiere que las políticas macroprudenciales podrían afectar la brecha de tasas de interés, a través de las NRIRs estimadas, aun cuando la tasa de interés de política se mantenga sin cambios.

Estos resultados deben interpretarse con cuidado, particularmente, en países con limitados datos y mercados de capital débiles, donde el mecanismo de transmisión de la política monetaria es débil. A pesar de estas limitaciones,

teniendo un rango de la tasa de interés neutral, basado en metodologías comúnmente utilizadas, puede permitir a los bancos centrales tomar de mejor manera sus decisiones de política monetaria.

Referencias

1. Magud, N. E., y E. Tsounta. "On neutral interest rates in Latin America". *Regional Economic Outlook: Analytical Notes*. Fall 2012. Western Hemisphere Department, IMF.
2. Magud, N. E., y E. Tsounta. "To cut or not to cut? That's the (Central Bank's) question. In search of the neutral interest rate in Latin America," *IMF Working Paper 12/243* (Washington: International Monetary Fund).
3. Neiss, K., y E. Nelson, 2003. "The real interest rate gap as an inflation indicator," *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 7, No. 2, pp. 239–62.
4. Wicksell, K., 1898. *Geldzins und Guterpreise*, translated by R. F. Kahn, 1936, as "Interest and prices."
5. Woodford, M., 2003. *Interest and prices: foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton : Princeton University Press).

Deuda pública y política monetaria no convencional¹

La evolución de la deuda pública

Muchas de las grandes y ricas economías se están recuperando de la inusual, profunda y prolongada recesión que se produjo a raíz del colapso del sistema financiero en el 2008. Durante la crisis, los hogares y las compañías en las economías más desarrolladas recortaron gastos y el endeudamiento público aumentó de forma masiva, compensando gran parte de la caída con préstamos en el sector privado. Si el déficit fiscal de los gobiernos no se hubiera incrementado, la caída en la demanda y el producto, en los países más ricos, hubiera sido mucho mayor. Sin embargo, esto ha llevado, inevitablemente, a grandes incrementos en la deuda del sector público en muchos países. Cuando la deuda pública incrementa abruptamente, la gente comienza a preocuparse por los efectos secundarios adversos hacia la economía real. Debido a los grandes incrementos en la deuda pública en muchos países, y con muchos bancos centrales expandiendo sus balances sustancialmente, al obtener cantidades significativas de deuda de gobierno, se ha agudizado la preocupación sobre la monetización de la deuda y sus implicaciones sobre la inflación.

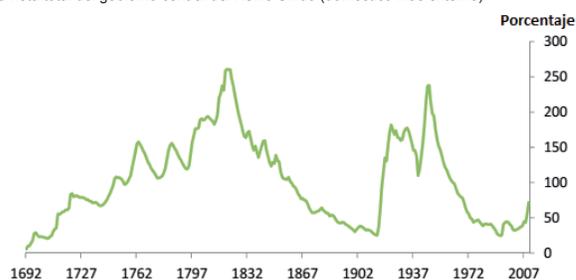
El aumento en el saldo de la deuda pública en el Reino Unido, en años recientes, no ha sido tan dramático (salvo en periodos de guerra), sin embargo, es una cantidad excepcional. En 2011, en el Reino Unido se ha mantenido una deuda pública como porcentaje del PIB cercana a 65%; y está pronosticado que aumente a un valor cercano al 80% en los próximos años.² Este dato es mucho mayor que “el estable y prudente” límite del 40% del PIB, indicado en la regla fiscal adoptada por el gobierno anterior. Sin embargo, el Reino Unido ha experimentado varias veces en el pasado porcentajes de deuda mucho mayores que su nivel actual (Figura 1). Además, no es correcto decir que la deuda ha sido inflacionaria. En las dos décadas seguidas a la Guerra Napoleónica y la Primera Guerra Mundial, la inflación fue, en promedio, negativa. En los siguientes veinte años después de la Segunda Guerra Mundial, la inflación estuvo promediándose alrededor del 4%, lejos de ser hiperinflación, pero a un ritmo lo suficientemente alto para tener un impacto significativo. Sin embargo, el gobierno del Reino Unido generó superávits fiscales sustanciales en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, mientras la economía se recuperaba. En conjunto el crecimiento económico desempeñó el papel más importante en el cierre de un enorme déficit en tiempos de guerra. Después de la Guerra Napoleónica

y la Segunda Guerra Mundial la mejora de la deuda como porcentaje del PIB fue asociada a un crecimiento económico estable. Después de la Primera Guerra Mundial el crecimiento fue más lento, y mucho más lenta fue la reducción de la deuda como porcentaje del PIB. Cuando el crecimiento se incrementó, a partir de la segunda mitad del año 1930, se vino abajo el porcentaje de la deuda con respecto del PIB.

El crecimiento de la economía ha sido la clave para disminuir el saldo de deuda, no la inflación. En este sentido, la mejor forma en la que la política monetaria puede ayudar a mejorar la posición fiscal en las condiciones actuales es, además, creando condiciones para un crecimiento no inflacionario. En una situación con holgura en la economía, como la que actualmente existe en el Reino Unido, en los Estados Unidos y en gran parte de Europa, no hay inconsistencia entre una política monetaria para mantener la inflación baja y aquella que ayude a estimular la demanda y el crecimiento. En el Reino Unido, la política monetaria ha sido inusual y muy expansiva, una política muy similar a la de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo. Aun así, por varios de los últimos años la inflación del Reino Unido se ha encontrado por arriba de la meta del 2%. Recientemente, la política monetaria ha sido consistente con la meta de inflación fijada. Parte de la estrategia de política monetaria ha involucrado compras de activos a gran escala (Política de Flexibilidades Cuantitativas, PFC. QE, por sus siglas en inglés). Sin embargo, la PFC no se trata de

Figura 1. Razón deuda pública con respecto al PIB

Deuda neta total del gobierno central del Reino Unido (doméstico más externo)



Fuente: Reinhart y Rogoff (2010)³, datos disponibles en: <http://www.reinhartandrogoff.com/data/browse-by-topic/topics/9/>

deuda pública monetizante. A continuación se presenta su relación con la política monetaria.

El esquema de política monetaria en el Reino Unido

El Comité de Política Monetaria es el responsable de mantener la estabilidad de precios, definida en el Reino Unido por una meta de inflación del 2%. Sin embargo, no quiere decir que los Comités de Política Monetaria ignoren el resto de la actividad económica y el empleo cuando establecen su política. La evolución del producto y el empleo es un tema fundamental para las expectativas de inflación. Para alcanzar la meta de inflación en el mediano plazo, el

¹ Traducción libre y resumen de la conferencia denominada “Government debt and unconventional monetary policy”, dictada en la 28ª Conferencia de Economía Política NABE, por David Miles, miembro externo el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra. Marzo, 2012. Este resumen fue elaborado por Eva María de León Fajardo, Analista II de la Sección de Investigación Económica Aplicada del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

² Fuente: Oficina de Responsabilidad Presupuestaria

³ Reinhart, C. y Rogoff, K. (2010) “From Financial Crash to Debt Crisis”, NBER Working Paper No. 15795.

Comité necesita asegurarse de que la actividad económica se encuentra a un nivel consistente con su nivel potencial. Actualmente, existe un margen de capacidad ociosa en la economía del Reino Unido, por lo que no se prevén presiones inflacionarias de origen interno ni en el corto ni en el mediano plazo. Estas presiones internas son un buen indicador de dónde provienen las fuerzas inflacionarias subyacentes, y debido a que estas se ven muy débiles es que la política monetaria se ha relajado en el pasado reciente. Que la inflación como meta sea el objetivo final, no quiere decir que se espere que esta pueda o deba mantenerse a la tasa meta de forma constante. Esto no sería ni posible ni deseable. La política monetaria cambiaría todo el tiempo, y por cantidades grandes, causando incertidumbre y volatilidad innecesarias en la economía. En cambio, el objetivo del Comité de Política Monetaria es establecer una política de tal manera que la inflación regrese a su meta en un periodo de tiempo razonable, sin crear inestabilidad excesiva en la economía.

El instrumento de política monetaria del Comité es usualmente la tasa de interés del Banco. Pero, como en muchos países, las tasas de política efectivamente cayeron al piso durante la crisis; y consecuentemente, el Comité adoptó la política de Flexibilización Cuantitativa. Este es un programa por medio del cual el Comité compra activos, que han sido mayoritariamente bonos del tesoro (llamados gilts, en inglés). La compra de activos del Banco de Inglaterra ha sido cuantiosa, aproximadamente £325 millardos o \$500 millardos, y ha sido realizada en un momento cuando el saldo de la deuda pública ha crecido rápidamente. Por consiguiente, algunas personas creen que el objetivo real de estas compras es facilitarle al gobierno el financiamiento del déficit, o para presionar hacia abajo la tasa de interés a la que el gobierno puede pedir prestado. No obstante, el objetivo de la PFC es el mismo que el de un recorte en la tasa de interés de política, es decir, prevenir una caída en la demanda muy por debajo de la oferta, tanto que la inflación caiga por debajo de su meta y se mantenga allí. De hecho, la PFC es de alguna manera muy similar a la operación normal de política del Banco de Inglaterra. Este, como la mayoría de los bancos centrales, rutinariamente compra y vende deuda de gobierno en el mercado secundario como parte de sus operaciones normales en el mercado de dinero. El único aspecto que distingue la PFC de las operaciones normales es la escala y la duración a la cual los activos son comúnmente colocados. Finalmente, el Banco de Inglaterra revenderá una gran parte de la deuda pública al sector privado una vez la economía se recupere.

Algunos se han preguntado por qué el Comité ha estado comprando bonos del gobierno, en vez de activos del sector privado si el objetivo de las compras es impulsar la demanda nominal. En este sentido, los miembros del Comité únicamente pueden proveer de liquidez al sistema, son los inversionistas los que canalizan el crédito hacia donde ellos creen será más productivo. El Comité puede estimular el flujo del crédito a la economía real mediante la compra de bonos del gobierno. Cuando el Banco de Inglaterra compra bonos gilt del sector privado, es probable que los vendedores incrementen su demanda por sustitutos cercanos de estos (otros activos riesgosos de largo plazo, como bonos corporativos y acciones) elevando su precio (Figuras 2 y 3). La tendencia en los diferenciales entre el rendimiento de los bonos corporativos y los bonos gilt, y en las acciones

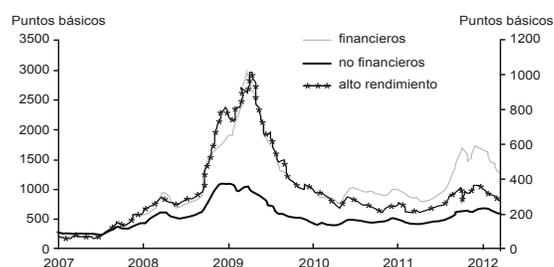
son bastante similares en Estados Unidos y en gran parte de Europa. Pero la Fed y el Banco Central Europeo también han implementado compras de activos y sus hojas de balance se han incrementado enormemente, al igual que como las del Banco de Inglaterra. Parte significativa de los movimientos en los precios de los activos con riesgo del sector privado reflejan compras de activos realizadas por bancos centrales, aunque la mayoría de los activos comprados han sido pasivos de los gobiernos; y una parte significativa de la caída en los diferenciales de los bonos corporativos está vinculada específicamente a las compras de bonos del tesoro realizadas por el Banco de Inglaterra.

PFC: ¿Son únicas las acciones del Banco de Inglaterra?

Las acciones de la política monetaria en el Banco de Inglaterra han llevado a una enorme expansión de su hoja de balance. La hoja de balance es ahora cuatro veces más grande que lo que fue a inicios de 2007, y está por encima del 20% del PIB nominal anual (Figura 4). En este sentido, el Banco de Inglaterra no está solo: la hoja de balance de la Fed es más de tres veces más grande de lo que era antes de la crisis financiera, y representa cerca del 20% del PIB (Figura 4); y la hoja de balance del Banco Central Europeo es ahora dos veces y medio más grande, y está por encima del 30% del PIB (Figura 4).

Sin embargo, existen diferencias entre las acciones que cada banco central ha realizado. La Fed ha comprado activos, como el Banco de Inglaterra, que son en gran medida pasivos del gobierno y cuasigubernamentales. Por el contrario, gran parte de la expansión de la hoja de balance del Banco Central Europeo ha sido el resultado de las operaciones de refinanciamiento de largo plazo, u operaciones de reporto de largo plazo.

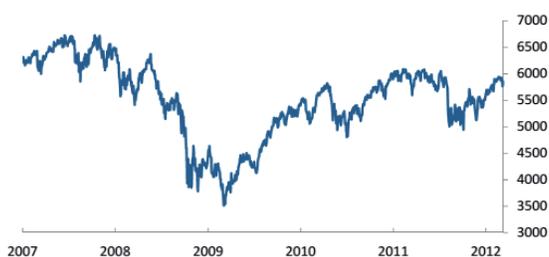
Figura 2. Diferenciales de los bonos corporativos financieros, no financieros y de alto rendimiento (a)



Fuente: Banco de América/ Merrill Lynch y Bloomberg.

(a) Diferenciales de los rendimientos de bonos corporativos sobre los rendimientos de deuda de referencia (Gilt).

Figura 3. Precios de acciones en el Reino Unido (a)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

(a) FTSE 100

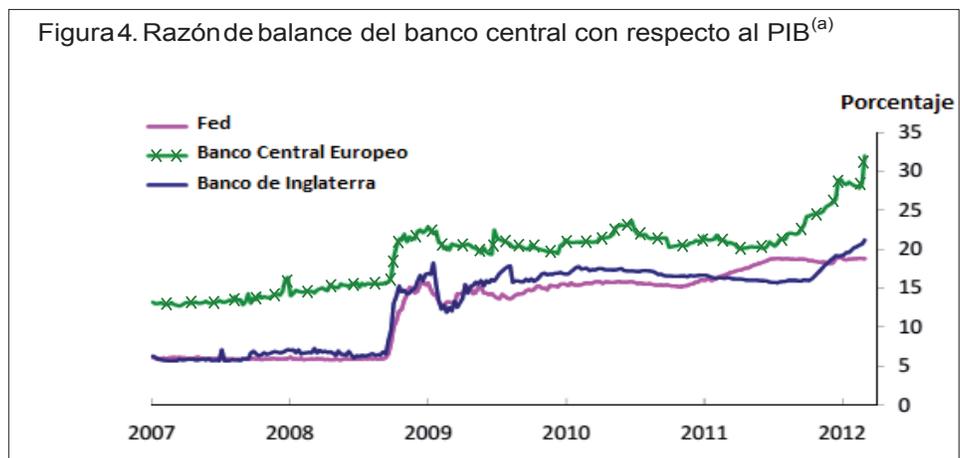
Algunas personas piensan en las operaciones de reporto de largo plazo como algo muy diferente a las operaciones de compra de activos. Pero, en general, se puede pensar en estas operaciones de reporto como una compra de activos absoluta, solo que con un plan de salida previamente anunciado (ya sea venta antes del plazo, o bien, extensión de la fecha de vencimiento) cuando el activo es revendido a la contraparte por una cantidad fija. En este sentido, no es muy diferente a la PFC, pero ciertamente, no es idéntica. Una operación de reporto no es lo mismo que una compra y que un acuerdo de venta, ya que el riesgo de crédito de los activos (que es realmente la garantía del préstamo) se queda con el prestatario. De hecho, las operaciones de largo plazo del Banco Central Europeo no tienen una fecha de término fija, ya sea porque el préstamo de los bancos puede ser cubierto antes de terminar el año tres del horizonte, o incluso al final de los de tres años, los préstamos (u operaciones de reporto) podrían reinvertirse. El punto de finalización de la PFC en el Reino Unido y el punto al cual la hoja de balance del Banco de Inglaterra empezará a acortarse tampoco están fijadas. Este será determinado, como todas las decisiones de política monetaria, según cómo evolucione la perspectiva de inflación en el mediano plazo. En el momento de realizar política monetaria más restrictiva, no está claro si se debería hacer inicialmente a través de la venta de activos. De hecho, es más probable que la política monetaria será restringida inicialmente usando la tasa de interés de política, y venta de activos llevada a cabo más adelante en un programa ordenado durante un periodo; y una vez el mundo haya regresado a un estado más "normal", no está claro si la hoja de balance del Banco de Inglaterra regresará a su tamaño antes de la crisis. Después de los eventos de los años pasados, podría ser que el sector de bancos comerciales del Reino Unido quiera mantener mayores reservas en el Banco de Inglaterra, y así la hoja de balance del Banco podría permanecer con valores altos.

Otra diferencia entre las operaciones del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo es que las contrapartes de las operaciones de este último, son bancos, mientras que el Banco de Inglaterra ha comprado principalmente activos de las entidades no bancarias. Esto es por diseño, en cierta medida el objetivo es evitar el sector bancario para hacer que el dinero fluya a través del sector privado no bancario. Una razón de los diferentes enfoques entre la Fed, el banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra es que refleja sus distintas posiciones institucionales (y constitucionales). La decisión de comprar activos del gobierno fue más directa para el Banco de Inglaterra y la Fed que para el Banco Central Europeo, ya que en los primeros dos existe un único gobierno y un único banco central, contrario al otro que debía escoger a qué gobierno comprar la deuda; y, a diferencia del Banco Central Europeo, las operaciones del Banco de Inglaterra (y también las de la Fed) no son una respuesta a los desequilibrios de pagos o grandes flujos bancarios netos entre regiones dentro del Reino Unido o entre

regiones dentro de los Estados Unidos. A pesar de estas diferencias, es un error caracterizar las acciones del Banco de Inglaterra, la Fed y el Banco Central Europeo, en el pasado reciente, como fundamentalmente diferentes. Aunque sus objetivos, o los medios por los que se consigan estos objetivos, pueden diferir un poco, los tres bancos centrales han ampliado sus hojas de balance de manera significativa, y todos lo han hecho en respuesta a la extraordinaria situación después de una crisis financiera cuyos efectos se viven aún. Asimismo, y todos han hecho caer la tasa de interés de política hasta su nivel más bajo y, por otra parte, los tres siguen comprometidos con el mantenimiento de la estabilidad de precios en sus economías.

Conclusión

A raíz de la crisis financiera, la deuda pública alrededor del mundo se ha incrementado considerablemente, así como el gasto de gobierno ha reducido parte de la brecha dejada por la reducción en la participación del sector privado. Esos acontecimientos han planteado serias dudas sobre la solvencia de algunos gobiernos soberanos. También han dado lugar a acaloradas discusiones acerca de la respuesta óptima de los bancos centrales. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha comprado una cantidad sustancial de bonos de gobierno. Estas compras no fueron realizadas para financiar los déficit fiscales del gobierno, sino para contrarrestar las fuerzas recesivas que, de lo contrario, habrían creado una depresión de alta duración, que podría haber generado deflación. El objetivo ha sido influenciar el costo y la disponibilidad de fondos para el sector privado. El medio para lograr este fin ha sido cambiar bonos de gobierno por dinero y así impulsar el reequilibrio de la cartera de inversión, que aumentará la demanda por activos creados para financiar el gasto del sector privado. La difícil tarea por delante para el Comité de Política Monetaria y para la Fed y el Banco Central Europeo es conocer por cuánto tiempo mantener esta política monetaria excepcionalmente expansiva, así como saber cuál es la trayectoria correcta para volver a un ajuste más normal. El reto no es, por alguna dificultad práctica, revender las compras de activos, sino la fundamental y eterna evaluación de la perspectiva de la economía, y así juzgar la postura de política apropiada.



Fuentes: Cuentas Nacionales, Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y cálculos realizados por el Banco de Inglaterra. ^(a) Con base en el PIB nominal trimestral anualizado. El PIB se asume sin cambio del cuarto trimestre de 2011 al primer trimestre de 2012.