



Investigación macroeconómica después de la crisis¹

Eventos económicos extremos han desafiado a menudo la manera de como la economía funciona y expuesto defectos en el conocimiento colectivo de los economistas. Para dar dos ejemplos bien conocidos, tanto la Gran Depresión como la estancación de los 1970 motivaron nuevas formas de pensamiento acerca del fenómeno económico. Más recientemente, la crisis financiera y sus posteriores efectos tal vez podrían resultar en un punto de inflexión. Hoy quisiera reflexionar sobre algunas formas por las cuales los eventos de los años recientes han revelado límites en la comprensión de los economistas sobre la economía y sugerir algunas preguntas importantes que espero la profesión tratará de responder.

La influencia de la demanda sobre la oferta agregada

La primera pregunta que quisiera analizar concierne a la distinción entre oferta agregada y demanda agregada: ¿Existen circunstancias en las cuales cambios en la demanda agregada pueden tener un efecto apreciable y persistente en la oferta agregada? Previo a la gran recesión, la mayoría de los economistas probablemente responderían la pregunta con un calificado “no”. Ellos hubiesen ampliamente estado de acuerdo con Robert Solow que el producto económico sobre el largo plazo es primariamente explicado por la oferta, la cantidad de producción de bienes y servicios que la economía es capaz de producir, dado los recursos de trabajo y capital y la tecnología existente. La demanda agregada, por el contrario, fue vista como una explicación de las fluctuaciones a corto plazo alrededor de una oferta considerada exógena determinada principalmente por su tendencia de largo plazo². Esta conclusión merece ser reconsiderada a la luz del fallo del nivel de la actividad económica que retorna a su tendencia previa a la recesión en la mayoría de economías avanzadas. Esta experiencia poscrisis sugiere que los cambios en la demanda agregada tal vez tenga un apreciable y persistente efecto en la oferta agregada, esto es, sobre el producto potencial. La idea de que caídas persistentes en la demanda agregada pueden afectar negativamente el lado de la oferta de la economía –un efecto comúnmente referido como histéresis– no es nuevo; por ejemplo, la posibilidad fue discutida en la mitad de los años 1980 con respecto al desempeño de los mercados laborales europeos³. Sin embargo, el interés en el tema se ha incrementado a la luz de la desaceleración en el crecimiento económico visto en



muchas economías desarrolladas desde la crisis. Varios estudios recientes presentan evidencia empírica que indican que las recesiones severas y persistentes han tenido históricamente este tipo de efectos a largo plazo, incluso para las crisis que parecen haber resultado en gran parte o enteramente de un choque a la demanda agregada. Con respecto a la experiencia de los Estados Unidos, un estudio estima que el nivel del producto potencial esta ahora 7 por ciento inferior de lo que se esperaría con relación a su trayectoria precrisis, y sostiene que gran parte del daño del lado de la oferta es atribuible a diversos acontecimientos que probablemente ocurrieron como resultado de la profunda recesión y lenta recuperación⁴. En particular, el estudio encuentra que tras la crisis, los Estados Unidos experimentaron una modesta reducción de la oferta de mano de obra como resultado de la reducción de la inmigración y de una disminución de la participación en la fuerza de trabajo más allá de lo que pueda explicarse por condiciones cíclicas y factores demográficos, como también la desaceleración marcada en la tendencia de la tasa de crecimiento de la productividad laboral.

Si asumimos que la histéresis está de hecho presente en algún grado después de profundas recesiones, la siguiente pregunta sería si tal vez sea posible revertir estos efectos adversos del lado de la oferta a través de temporalmente generar una economía con demanda agre-

³ Como Blanchard y Summer (1986) discuten, la pregunta en ese tiempo fue si el equilibrio de largo plazo o tasa natural de desempleo en las economías europeas había sido permanente elevada por los períodos previos de alto desempleo.

⁴ Ver Reifschneider, Wascher, y Wilcox (2015).

¹ Resumen y traducción libre del discurso dictado por Janet L. Yellen en la 60th Conferencia Económica Anual con el auspicio de The Federal Reserve Bank of Boston. Janet L. Yellen es Chair of Governors of the Federal Reserve System. Este resumen fue elaborado por Juan Carlos Arriaza Herrera, analista de la Sección de Modelos Macroeconómicos, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.

² Ver Solow (1997).

Contenido

1. Investigación macroeconómica después de la crisis p. 1
2. Eficiencia del traspaso en la implementación de la nueva política monetaria de la Reserva Federal..... p. 5

gada robusta y un mercado laboral rígido. Se podría ciertamente identificar formas en las cuales esto tal vez ocurra. Un aumento en las ventas de las empresas casi ciertamente elevaría la capacidad productiva de la economía promoviendo gasto de capital adicional, especialmente si es acompañado por una reducción de la incertidumbre sobre el futuro. Además, un mercado de trabajo rígido podría atraer a trabajadores potenciales que de otra manera se sentarían al margen y alentar las transiciones de trabajo a trabajo⁵. Finalmente, aunque de forma más especulativa, la fuerte demanda podría generar importantes aumentos de productividad, entre otras cosas, impulsar mayores niveles de gasto en investigación y desarrollo, y aumentar los incentivos para iniciar negocios nuevos e innovadores.

Los efectos de la histéresis y la posibilidad de que estos sean revertidos podrían tener importantes implicaciones para la conducción de la política monetaria y fiscal. Por ejemplo, la histéresis parece hacer que sea aún más importante que los responsables de las políticas actúen agresivamente en respuesta a una recesión, ya que hacerlo ayudaría a reducir la profundidad y la persistencia de la recesión, limitando así los daños del lado de la oferta que de otro modo podría ocurrir. Además, las condiciones económicas fuertes pueden revertir parcialmente los daños del lado de la oferta después de que se haya producido, entonces los encargados de la formulación de políticas tal vez elijan una política más acomodativa durante las recuperaciones de las que se exigirían bajo la visión tradicional de que la oferta es en gran medida independiente de la demanda.

Más investigación es necesaria, sin embargo, para un mejor entendimiento de la influencia de los movimientos en la demanda agregada sobre la oferta agregada⁶. Desde una perspectiva política, por supuesto debemos tener en cuenta que una política monetaria acomodaticia, si se mantiene demasiado tiempo, podría tener costos que excedan los beneficios al aumentar el riesgo de inestabilidad financiera o debilitar la estabilidad de precios. En términos más generales, los beneficios y los costos potenciales de seguir en esa estrategia siguen siendo difíciles de cuantificar y otras políticas podrían ser más adecuadas para hacer frente a los daños a la oferta de la economía.

⁵ Ver Okun (1973) para una discusión inicial de los beneficios de una economía con demanda agregada robusta y un mercado laboral rígido.

⁶ Por ejemplo, la experiencia de los años 1990 parece proveer un caso natural de estudio de si la reversión de la histéresis es posible.

Director	Producción
Johny Rubelcy Gramajo M.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	
Salvador Orlando Carrillo G.	Edición
Edgar Rolando Lemus R.	Juan Francisco Sagüí Argueta
Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Santa Cruz

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, estas 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.

Heterogeneidad

Mi segunda pregunta plantea si las diferencias individuales dentro de amplios grupos de actores de la economía pueden influir en los resultados económicos agregados, en particular, ¿qué efecto tiene tal heterogeneidad en la demanda agregada?

Muchos macroeconomistas trabajan con modelos donde grupos o actores individuales, tales como hogares o firmas, son tratados como un simple agente representativo cuyo comportamiento representa el grupo en su conjunto. Por ejemplo, en lugar de modelar explícitamente y luego sumar las acciones separadas de un gran número de hogares diferentes, un modelo macro podría asumir que el comportamiento de un solo hogar “promedio” puede describir el comportamiento agregado de todos los hogares.

Antes de la crisis financiera, estos modelos llamados de agentes representativos eran el paradigma dominante para analizar muchas preguntas macroeconómicas. Sin embargo, parece necesario un enfoque desagregado para comprender algunos aspectos clave de la Gran Recesión. Para dar un ejemplo, considere los efectos negativos de una reducción en capital financiero en el consumo. Aunque los hogares suelen reducir su gasto en respuesta a la disminución de la riqueza, aquellos cuyas posiciones de capital en sus hogares fueron en realidad negativos por la reducción de los precios de la vivienda, pueden haber reducido su gasto aún más agudamente debido a una notable reducción en la capacidad de obtener préstamos. Esta evolución, a su vez, cambiaría la relación entre el valor de la vivienda (que permaneció sólidamente positiva en el agregado) y el gasto de los consumidores para la economía en su conjunto. Tal cambio en una relación agregada sería difícil de entender o predecir sin usar datos y modelos desagregados.

En términos más generales, el estudio de los efectos de la heterogeneidad de los hogares y las firmas podría ayudarnos a tener en cuenta la gravedad de la recesión y la lenta recuperación. A nivel de los hogares, investigaciones recientes hallan que la heterogeneidad puede amplificar los efectos de los choques adversos, un resultado que es impulsado en gran parte por hogares con muy poca riqueza que aumentan bruscamente sus ahorros en una recesión⁷. A nivel de las firmas, hay evidencia que restricciones financieras tuvieron un efecto adverso particularmente grande en el empleo de pequeñas empresas y en la puesta en marcha de nuevas empresas, factores que pueden ser parte de la explicación de la larga duración de la Gran Recesión y la posterior recuperación lenta. Consecuentemente, si las grandes empresas que desean expandirse tienen un mejor acceso al crédito que las pequeñas, el crecimiento general de la inversión y el empleo podría depender en parte de la distribución de las ventas entre diferentes tipos de empresas. El modelado de cualquiera de estos problemas cuantitativamente requeriría probablemente del uso de un marco de agente heterogéneo.

La comprensión de los economistas de cómo los cambios en la política fiscal y monetaria afectan la economía también podría beneficiarse del reconocimiento de que los hogares y las empresas son heterogéneos. Por ejemplo, en los modelos simples de los libros de texto del mecanismo de transmisión monetaria, los bancos centrales operan en gran parte a través del efecto de los tipos de interés reales sobre el consumo y la inversión. Una vez que se tiene en cuenta la heterogeneidad, surgen otros canales importantes. Por ejemplo, el gasto de muchos hogares y empresas parece ser muy

⁷ Ver Krueger, Miltman, and Perri (2016).

sensible a los cambios en los ingresos laborales, las ventas comerciales o el valor de las garantías que a su vez afectan su acceso al crédito, condiciones que la política monetaria afecta solo directamente.

Si bien la profesión de la economía siempre ha sido consciente de que estas cuestiones son importantes, sus efectos se han incorporado a los modelos macroeconómicos solo en una medida muy limitada antes de la crisis financiera⁸. Me complace ver ahora un mayor énfasis sobre las posibles consecuencias macroeconómicas de la heterogeneidad, y su inclusión en los trabajos de los economistas de la Reserva Federal⁹. Sin embargo, los diversos vínculos entre la heterogeneidad y la demanda agregada aún no son bien comprendidos, empírica o teóricamente. En términos más generales, aunque las herramientas de la política monetaria generalmente no son adecuadas para alcanzar los objetivos de distribución, es importante que los responsables de la formulación comprendan y supervisen los efectos de los desarrollos macroeconómicos en diferentes grupos dentro de la sociedad.

Vínculos financieros con la economía real

Mi tercera pregunta se refiere a una cuestión clave para la política monetaria y la macroeconomía que es menos abordada directamente por esta conferencia: ¿Cómo el sector financiero interactúa con la economía en general?

A la luz de la burbuja inmobiliaria y de los sucesos posteriores, es evidente que los encargados de la formulación de las políticas necesitan comprender mejor qué tipo de acontecimientos contribuyen a las crisis financieras. ¿Cuál es la relación entre la acumulación de apalancamiento excesivo y el valor de los bienes raíces y otros tipos de garantías y qué factores impiden o facilitan el proceso de desapalancamiento que sigue? ¿Las consecuencias económicas de una crisis financiera dependen de los detalles de las crisis, por ejemplo si implica un daño generalizado a los balances de los hogares? ¿Cómo afecta la naturaleza y el grado de las interconexiones entre las empresas financieras la propagación y la amplificación del estrés a través del sistema financiero y la economía en general? Por último –y lo que es más importante– ¿Qué pueden hacer la política monetaria y la supervisión financiera para reducir la frecuencia y la gravedad de las crisis futuras?

Aunque el alcance de estas preguntas se extiende más allá de los temas de esta conferencia, incluye temas que están estrechamente relacionados. Considere la influencia de las condiciones del balance y las condiciones de crédito sin interés en el gasto y en la actividad general, un área donde es importante tener en cuenta las diferencias entre hogares y empresas individuales, como acabo de señalar. La investigación sobre este tema, desde luego, ha estado en curso desde hace algún tiempo y se ha ampliado considerablemente después de la crisis financiera. Pero creo que tenemos mucho más que aprender sobre las formas en que los cambios en los estándares de suscripción y otros determinantes de la disponibilidad de crédito interactúan con las tasas de interés para afectar a variables como el gasto de los consumidores, la demanda de la vivienda y los precios de los hogares, la inversión de las empresas (especialmente para las pequeñas) y la formación de nuevas empresas. Por ejemplo ¿es el aumento persistente en la tasa de ahorro personal que hemos observado desde el colapso

de la burbuja inmobiliaria, principalmente como resultado de un cambio sostenido hacia normas de suscripción más prudentes por prestamistas? ¿Es algo que en última instancia resultará transitorio una vez que los hogares terminen de reparar sus balances o se sientan más seguros acerca de sus perspectivas futuras de empleo e ingreso? La respuesta a esta última pregunta podría tener repercusiones significativas en el nivel normal o neutro de los tipos de interés de interés a mayor plazo y, por lo tanto, en la conducción de la política monetaria.

Dinámica de inflación

Mi cuarta pregunta está relacionada con el corazón de la política monetaria: ¿Qué determina la inflación?

Desde mi perspectiva, el marco estándar para pensar sobre la dinámica inflacionaria utilizada por los economistas de los bancos centrales y otros antes de la crisis financiera sigue siendo conceptualmente útil hoy en día. Una descripción sencilla del marco conceptual podría ser algo así: La inflación se caracteriza por una tendencia subyacente que ha sido esencialmente constante desde mediados de los años noventa; previamente, esta tendencia parecía cambiar a través del tiempo, influenciada por la inflación pasada real u otras condiciones económicas. La teoría y la evidencia sugieren que esta tendencia está fuertemente influenciada por expectativas de inflación que, a su vez, dependen de la política monetaria. En particular, la notable estabilidad de diversas medidas de la inflación esperada en los últimos años, presumiblemente, representa los frutos de los esfuerzos sostenidos de la Reserva Federal desde principios de los años ochenta para reducir y estabilizar la inflación a un nivel bajo. Sin embargo, el anclaje de las expectativas de inflación derivadas de esta política no impide que la inflación real fluctúe de año en año en respuesta a la influencia temporal de los movimientos de los precios de la energía y otras perturbaciones. Además, la inflación tiende a situarse por encima o por debajo de su tendencia subyacente en la medida que la utilización de los recursos –que puede servir como indicador de los costos marginales de las empresas– es persistentemente alta o baja.

Si bien este marco general sigue siendo útil para pensar sobre el proceso de inflación, las preguntas sobre algunas de sus características cuantitativas han surgido a raíz de la Gran Recesión y la posterior recuperación lenta. Por ejemplo, la influencia de las condiciones del mercado de trabajo sobre la inflación en los últimos años parece ser más débil de lo que se había pensado comúnmente antes de la crisis financiera. Aunque la inflación cayó durante la recesión, el descenso fue bastante moderado dado el alto nivel de desempleo; asimismo, los salarios y los precios subieron relativamente poco a medida que el mercado de trabajo se recuperaba gradualmente. No está claro si esta reducción en la sensibilidad fue causada de alguna manera por la recesión o por el contrario debido a datos históricos y se reveló simplemente bajo condiciones extremas. De cualquier manera, la causa subyacente es desconocida. ¿La reducción de la sensibilidad refleja cambios estructurales, como la globalización o un mayor papel del capital intangible en la producción, que han reducido la importancia de los cambios cíclicos en la actividad doméstica para los costos marginales y el poder de fijación de precios de las empresas? ¿O tal vez refleje alternativamente, la capacidad limitada de las empresas para reducir los salarios nominales de sus empleados, lo que podría ayudar a explicar los movimientos moderados de la inflación que vimos durante y después de la recesión?

Otro faltante en nuestro conocimiento sobre la naturaleza del proceso de inflación se refiere a las expectativas. Aunque muchos modelos teóricos sugieren que la inflación real debería estar más estrecha-

⁸ Para un primer trabajo cuantitativo sobre la relación entre la heterogeneidad del ingreso, la riqueza y la macroeconomía, véase Krusell y Smith (1998).

⁹ Guvenen (2011) revisa varias cuestiones relacionadas con la macroeconomía con heterogeneidad.

mente relacionada con las expectativas de inflación a corto plazo, como cuestión empírica, estimaciones de las expectativas a largo plazo parecen explicar mejor los datos. Otro problema no resuelto se refiere a cuáles expectativas –de los consumidores o los inversionistas– son las más relevantes para la fijación de salarios y precios, punto en el que la teoría no proporciona una orientación clara. En términos más generales, la manera precisa en que las expectativas influyen en la inflación requiere un estudio más detallado.

Quizás aún más importante, necesitamos saber más sobre la manera en que se forman las expectativas de inflación y cómo la política monetaria influye en estas. En última instancia, tanto la inflación real como la esperada están vinculadas a la meta de inflación del banco central, ya sea que dicho objetivo sea explícito o implícito. Pero ¿cómo se produce este proceso de anclaje? ¿Un banco central tiene que mantener la inflación real cercana a la meta durante muchos años antes de que las expectativas de inflación se ajusten completamente? ¿Pueden los hacedores de política influir directa y rápidamente en las expectativas de inflación simplemente anunciando su intención de perseguir una meta de inflación en el futuro? ¿O es que la verdad está en algún punto intermedio, con un cambio en las expectativas que requiere una combinación de una comunicación clara sobre la meta de inflación de las autoridades, acciones políticas concretas para demostrar su compromiso con esa meta y al menos cierto éxito en mover la inflación real hacia el nivel deseado con el fin de demostrar la viabilidad de la estrategia? Aunque la experiencia histórica sugiere que cambiar las expectativas de inflación del público no sería ni rápido ni fácil, no está claro cuál de estas posibilidades es correcta.

Con tasas de interés nominales de corto plazo cercanas a su límite inferior efectivo en muchos países, la pregunta más amplia de cómo se forman las expectativas ha adquirido una importancia cada vez mayor. Bajo tales circunstancias, muchos bancos centrales han buscado formas adicionales de estimular sus economías, incluyendo la adopción de políticas que están directamente dirigidas a influir en las expectativas de tasas de interés futuras y la inflación.

Por todas estas razones, espero que los investigadores se esfuercen por mejorar nuestra comprensión de la dinámica inflacionaria y sus interacciones con la política monetaria.

Enlaces internacionales

Antes de terminar, permítanme mencionar un área adicional donde se necesita más estudio: los efectos de los cambios en la política monetaria de los Estados Unidos sobre las condiciones financieras y económicas en el resto del mundo y las formas en que estos efectos extranjeros pueden volver a influir aquí en casa. Por supuesto, los efectos indirectos de la política monetaria entre países han sido objeto de debate académico desde la Gran Depresión, y gran parte del análisis formal de este tema se remonta a principios de los años sesenta. Pero este tema ha recibido un interés renovado con la llegada de las políticas monetarias no convencionales después de la Gran Recesión y, más recientemente, la divergencia de las políticas monetarias entre los principales bancos centrales de economías avanzadas.

En términos generales, las acciones de política monetaria en un país se traspasan a otras economías a través de tres canales principales: cambios en los tipos de cambio; cambios en la demanda interna que alteran las importaciones de la economía; y cambios en las condiciones financieras internas –como las tasas de interés y los precios de los activos– que, a través del saldo de la cartera y otros canales, afectan las condiciones financieras en el exterior. Las investigaciones

realizadas por la Reserva Federal sugieren que los efectos de la política monetaria estadounidense en otras economías son positivos, es decir, que las políticas diseñadas para estimular la economía estadounidense también aumentan la actividad en el extranjero, ya que los efectos negativos de la depreciación del dólar son compensados por efectos positivos de mayores importaciones estadounidenses y condiciones financieras extranjeras más accesibles. Sin embargo, este tema está lejos de ser resuelto, al igual que una serie de otras cuestiones relacionadas, entre ellas: ¿Las acciones de política monetaria de los Estados Unidos afectan a países avanzados y de mercados emergentes de forma distinta? ¿Las políticas monetarias convencionales y no convencionales se difunden a otros países de manera diferente? ¿Y en qué medida las tasas de interés y las condiciones financieras de Estados Unidos están influenciadas por medidas flexibles en el exterior?

Conclusión

Para terminar quisiera felicitar al Banco de la Reserva Federal de Boston por organizar esta conferencia y fomentar la investigación y el debate sobre cuestiones vitales para nuestra comprensión de la economía. Responder a estas preguntas ayudará a los esfuerzos de la Reserva Federal para promover una economía sana, estoy agradecido por la oportunidad de hablarles hoy y ser parte de este importante debate.

Referencias

- Blanchard, Olivier, J., and Lawrence H. Summers (1986). "Hysteresis and the European Unemployment Problem," in Stanley Fischer, ed., *NBER Macroeconomics Annual 1986*, vol. 1, Cambridge, Mass.: MIT Press, pp. 15-90, www.nber.org/chapters/c4245
- Güvenen, Fatih (2001). "Macroeconomics with Heterogeneity: A Practical Guide," Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 97 (Third Quarter), pp. 255-326, https://www.richmondfed.org/-/media/richmondfedorg/publications/research/economic_quarterly/2011/q3/pdf/guvenen.pdf
- Krueger, Dirk, Kurt Mitman, and Fabrizio Perri (2016). "Macroeconomics and Household Heterogeneity," CEPR Discussion Paper 11038. London: Centre for Economic Policy Research, June.
- Krusell, Per, and Anthony A. Smith, Jr. (1998). "Income and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy," *Journal of Political Economy*, vol. 106 (October), pp. 867-96.
- Okun, Arthur M. (1973). "Upward Mobility in a High-Pressure Economy," *Brookings Papers on Economic Activity*, no.1, pp. 207-52
- Reifschneider, Dave, William Wascher, and David W. Wilcox (2015). "Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy," *IMF Economic Review*, vol. 63 (May), pp. 71-109
- Solow, Robert M. (1997). "Is There a Core of Usable Macroeconomics We Should All Believe in?" *American Economic Review*, vol.87 (May), pp. 230-32
- Yellen, Janet L. (2016). "Macroeconomic Research after the Crisis at The Elusive Great Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics," 60th Annual Economic Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts

Eficiencia del traspaso en la implementación de la nueva política monetaria de la Reserva Federal¹

Edson Roger Ortiz Cardona²

Gracias por la oportunidad de discutir este trabajo en esta importante y oportuna conferencia, la cual reúne una serie de temas relevantes para el análisis. El interés en el mecanismo de traspaso de las tasas de política de los bancos centrales ha resurgido en tiempos recientes, como resultado de que la Reserva Federal ha iniciado una política restrictiva en la presencia de un vasto monto de reservas creadas por las facilidades cuantitativas y como otros bancos centrales, este ajuste en la política se ha venido aplicando mediante la reducción de sus tasas de políticas a nuevos niveles récord.

Por supuesto el Banco de Inglaterra se encuentra en este último grupo. Este mes el Comité de Política Monetaria votó por introducir un paquete de medidas con la finalidad de apoyar el ajuste necesario en la economía del Reino Unido como respuesta a la decisión de retirarse de la Unión Europea. Este paquete incluye una reducción en la tasa de referencia a un nuevo bajo nivel de 0.25%, y el lanzamiento de un esquema de tasa de fondeo a término que refuerza el traspaso a este nivel, junto con un incremento de 60 billones de libras esterlinas en el *stock* de los bonos de gobierno y la compra de hasta 10 billones de libras esterlinas en bonos corporativos no financieros.

Como banqueros centrales, el problema del mecanismo de traspaso es de vital importancia. Este trabajo inicia con la premisa que una condición necesaria para el mercado de dinero competitivo es que cualquier cambio en la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal se transmite, una por una, a todas las tasas de mercado. Se podría ampliar el argumento, indicando que la eficacia de la política monetaria y su utilidad como una herramienta para influenciar la economía es una premisa sobre el traspaso de cambio, en la política monetaria, sobre la tasa de interés del mercado de dinero.

Teniendo estos aspectos en mente, me gustaría recoger dos de los temas centrales del documento de Darell y Arvind.

El primero es el impacto de la regulación —en particular la relación de apalancamiento— sobre las actividades del mercado monetario. Me referiré más adelante al caso de tener un *ratio* de apalancamiento pero también señalaré que esta puede ser mejorada por la exclusión de las reservas del banco central de las medidas de exposición.

El segundo es el papel de los bancos centrales sobre los mercados monetarios. Basado en el análisis del documento sobre los reportos de la Reserva Federal (RRF), abordaré el caso de que los bancos centrales son ahora más proactivos en varios aspectos: influenciar el mercado de tasas; la provisión de liquidez de las aseguradoras y el diseño de la infraestructura del mercado.

Finalmente, me gustaría agregar algunas palabras acerca del traspaso más allá de los mercados monetarios. En la medida que las tasas de interés disminuyen a cero, se vuelve más difícil que los bancos transfieran los cambios en las tasas de política a aquellas tasas que enfrentan los hogares y las firmas, dificultando la transmisión de la política monetaria. El esquema de los plazos de fondeo está diseñado para mitigar este impacto y, por tanto, reforzar el traspaso a la economía real. En ese sentido finalizaré brevemente describiendo cómo funciona este canal.

El impacto de la regulación sobre la función del mercado monetario

Iniciaré con el impacto de la regulación sobre la función del mercado monetario. El análisis de Arvind y Darrel, sobre la dispersión de las tasas del mercado monetario, ofrece evidencia del impacto de la regulación sobre el comportamiento y la fijación de precios. El índice de dispersión de las tasas del mercado monetario se ha incrementado desde la introducción de la relación de apalancamiento suplementaria, y tiene una tendencia a incrementar en días clave.

Es difícil discutir la idea que la regulación ha tenido un impacto sobre cómo los mercados funcionan globalmente. El declive en el mercado de actividades de los repos, de hecho, ha sido más largo en el Reino Unido que en los Estados Unidos de América y se encuentra un 20% más bajo que su nivel en 2013. Y el precio de los repos en el mercado de la libra esterlina se ha incrementado aproximadamente en línea con su contraparte estadounidense, medido por el incremento en la tasa de repos relativa a los *swaps* a 3 meses que conllevan riesgos económicos similares. Junto con esto ha habido un deterioro en la percepción en la función del mercado de seguros en libras esterlinas respecto al año pasado, en la cual la calificación de los participantes ha coincidido con presiones para reducir el tamaño de la hoja de balances debido a los requerimientos de los reportes regulatorios, en particular el *ratio* de apalancamiento.

Una parte de este impacto puede ser transitorio: en la medida que los agentes se ajusten a los nuevos acuerdos, ellos podrían encontrar maneras para negociar más eficientemente mientras se mantienen dentro de la letra y el espíritu de la regulación. Alrededor del 10% de las transacciones de repos en *US* dólares están actualmente limpios, comparado con el 45% en libras esterlinas, y el 65% en euros. En ese sentido, los negociadores podrían mejorar la optimización en sus hojas de balance a lo largo del grupo completo.

No obstante, tales innovaciones y ajustes solo mostrarán una compensación parcial a aquellos cambios subyacentes.

El rol de la relación de apalancamiento

Dado que soy un miembro del Comité de Política Financiera (CPF), institución que ha sido uno de los arquitectos de la estructura regulatoria poscrisis en el Reino Unido y, al mismo tiempo, ha puesto en forma a la relación de apalancamiento en el año 2015, ustedes probablemente no estarán sorprendidos de escuchar que apoyo la existencia de la relación de apalancamiento. Recuerden que en el

¹ Resumen y traducción libre del documento "Passthrough Efficiency in the Fed's new Monetary Policy Setting". Minouche Shafik (2016).

² Analista III de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

período del 2000 al 2007 alrededor de una cuarta parte de los negociadores mantuvieron menos de las participaciones o acciones suficientes para absorber pérdidas que ascendían a 2 por ciento de los activos. Esto fue facilitado por una sobredependencia en la valoración de los riesgos, el cual tendía a asignar mucho peso en los períodos de estabilidad y poco en los períodos de bajo desempeño. Es claro ahora que en períodos previos a la crisis, subestimando los precios en sus hojas de balance y que la dispersión de las tasas en los mercados monetarios probablemente subestimara el verdadero costo marginal real de la intermediación.

Este punto de vista ha sido formalizado en numerosos estudios que han encontrado que el *ratio* de apalancamiento fue un mejor pronóstico de las quiebras bancarias durante la crisis que con el *ratio* capital de riesgo ponderado. Y estudios recientes sugieren que una calibración entre 3% y 5% maximizan los beneficios de la sociedad en la forma de un sistema financiero más grande resistente relativo al impacto de costo mayores de fondeo.

Sin embargo, a pesar de mis creencias en la utilidad del *ratio* de apalancamiento, también reconozco que ninguna regulación es perfecta. Y que si los hacedores de políticas identifican oportunidades de minimizar los impactos adversos de la regulación sobre la liquidez del núcleo de los mercados financieros sin comprometer los efectos positivos sobre la resistencia, deberíamos tomarlos.

Reduciendo consecuencias involuntarias

El CPF activamente busca estas mejoras –un proceso al cual nos referimos como “enganche”– en referencia al proceso por el cual una nueva estructura es verificada para limpiar las asperezas o protuberancias, las cuales podrían rasgar las vestiduras.

Como resultado de uno de tales procesos de resistencia, este mes se tomó la decisión de excluir las reservas del banco central de la exposición de la estructura del *ratio* de apalancamiento. Este cambio fue un buen ejemplo de la coordinación cercana entre la política monetaria y macroprudencial –sin un debilitamiento de la política monetaria– mediante la creación de reservas por el CPF a comprar activos que podrían haber sido prestados a bancos con *ratio* de apalancamiento deteriorado al tiempo preciso que nos gustaría destinar esos recursos para apoyar el crecimiento del crédito en la economía.

Es, al mismo tiempo, cierto que remover las reservas del banco central de las medidas de exposición al apalancamiento no neutralizará todo el impacto del *ratio* de apalancamiento que Darell y Arvind señalaron, por ejemplo los repos no estarán afectados por este cambio. Sin embargo, se podría evaluar alguno de los otros problemas cercanos a dispersión de las tasas del mercado monetario y el traspaso de la eficiencia evaluada en este documento.

Si las reservas de los bancos centrales están incluidas en las medidas de exposición al apalancamiento, los bancos deben pensar cuidadosamente antes de aceptar un depósito. Si esto implica un incremento en su tamaño global, su requerimiento de capital de apalancamiento se incrementará de forma conmensurable, y esto traerá un costo sombra regulatorio del mismo orden de la magnitud como aquellos señalados en el documento de investigación. Este desincentiva la competencia por los depósitos y levanta una cuña entre la tasa de política de los bancos centrales y la tasa que los bancos pagan sobre los depósitos de las ventas por mayor.

Si las reservas de los bancos centrales son excluidas de las medidas de exposición, esto instantáneamente brinda a los bancos un espacio en el cual incluir efectivo sin el impacto sobre el *ratio* de apalancamiento. En consecuencia, los bancos maximizarían las ganancias mediante la competencia por los depósitos a tasas por arriba de las cuales podrían ganar sobre las reservas de los bancos centrales, mejorando con esto el traspaso a las tasas promedio de los depósitos bancarios y fortaleciendo la transmisión de la política monetaria a la economía real. Y el indicador temprano desde los participantes del mercado es que ellos claramente esperan este cambio para fortalecer el vínculo entre las tasas de interés de mercado monetario y la tasa de referencia.

En resumen, aunque las innovaciones regulatorias, tales como el *ratio* de apalancamiento están aquí para quedarse, nosotros podemos y debemos atenuar alguno de sus impactos en la función del mercado monetario donde sea posible hacerlo sin reducir los beneficios de la estabilidad financiera. Este proceso de reducir las consecuencias involuntarias es mucho más fácil mediante una coordinación de los diferentes hacedores de política con los cuales el Banco de Inglaterra implemente la política monetaria, macro y microprudencial, todos bajo un mismo techo.

El papel de los bancos centrales en los mercados monetarios

Permítanme dirigir el análisis hacia el papel de los bancos centrales como participantes en los mercados monetarios. Tal como los participantes privados del mercado han batallado con los nuevos retos del mundo poscrisis, así también lo han hecho los bancos centrales. Y estos han respondido en tres direcciones.

Primeramente, hemos sido más flexibles en la forma en la cual implementamos cambios en la política monetaria. Los marcos que utilizamos para influenciar las tasas de mercado necesitan reconocer el hecho que existe una amplia cantidad de reservas en el sistema bancario en relación a períodos previos, y que la regulación ha reducido los incentivos a arbitrar pequeñas diferencias en las tasas del mercado monetario. Como el documento de investigación lo señala, los instrumentos financieros de la Reserva Federal es un buen ejemplo de adaptación a la nueva realidad. Estas facilidades mejoran la eficiencia del traspaso mediante la oferta de activos libres de riesgo a un amplio rango de contrapartes que van más allá de los bancos, y de esa cuenta fortalecer la base de las tasas del mercado monetario.

Segundo, se ha mejorado la fortaleza de los marcos regulatorios y los regímenes resolutivos, se ha reafirmado el comité en el sentido de identificar la mejor manera de evitar el pánico mediante “préstamo libre y vigoroso... sobre todos los seguros bancarios”. Por ejemplo, en el corto plazo posterior a los resultados del referéndum del Reino Unido sobre los miembros de la Unión Europea, fue declarado que se hiciera conocido que los bancos habían posicionado colaterales con los bancos centrales tal que ellos pudieran prestar más de 250 billones de libras esterlinas, y anunciaron que nuestras subastas de liquidez regulatoria continuarán corriendo en períodos semanales.

Tercero, hemos tomado acciones que aseguran que la infraestructura vital de los mercados monetarios continúen manteniéndose efectivos. El trabajo sobre las tasas de referencia libres de riesgo, emprendido tanto por la Reserva Federal como por el Banco de Inglaterra, es un buen ejemplo de esto. Basado en las recomendaciones realizadas por la Comisión de Supervisión Financiera (FSB,

por sus siglas en inglés), ambos bancos centrales han trabajado con agentes del mercado con la finalidad de identificar guías de tasas de referencia libres de riesgo que podrían ubicarse alrededor de la tasa de interés Libor.

Traspaso más allá de los mercados monetarios

Voy a analizar brevemente el traspaso más allá de las tasas de interés de mercado. Fuerzas estructurales profundas que afectan las preferencias de ahorro e inversión se han fusionado con el legado de la crisis financiera en presionar a las tasas de interés para mantener nuestras economías en promedio, muy por debajo de las experiencias históricas.

La proximidad resultante de las tasas de política a lo que conocemos como el límite cercano a cero ha tenido implicaciones importantes para el traspaso de la política monetaria. Específicamente, una vez que las tasas de los depósitos de los hogares y las firmas han alcanzado un nivel muy bajo, se convierte difícil para los bancos reducirles más allá de este nivel. Experiencias internacionales recientes parecen apoyar el argumento que el traspaso de las tasas de depósitos pequeños tienden a ser más débiles cuando las tasas de cero riesgo son muy bajas. Como resultado, para proteger sus márgenes los bancos podrían no reducir las tasas que ellos cargan a los préstamos y así amortiguar la transmisión de la política monetaria.

El comité de política monetaria fue advertido de esto cuando decidió iniciar este mes con la reducción de la tasa de referencia a 0.25%. En ese sentido, para fortalecer la transmisión de este cambio, al mismo tiempo se lanzó un Esquema de Fondeo a término a través de las reservas del banco central que serán destinadas a los bancos y a las sociedades comerciales por cuatro años. Debiendo estas mantener sus préstamos a la economía real a la tasa de interés que ellos pagarán sobre este período idéntico a la tasa de interés de referencia. Por cada 1% que la tasa neta de préstamo de un banco disminuye, el costo de fondeo se incrementará de 5 a 25 puntos básicos.

Conclusiones

Vamos a concluir. El documento de investigación de Darell y Arvind centra la atención en alguno de los problemas más importante, específicamente la reducción en las fuerzas de la competitividad y el incremento en las fricciones en los mercados monetarios, lo cual se traduciría en una reducción en la eficiencia del traspaso de la política monetaria de la Reserva Federal. Y el comportamiento de los índices de dispersión de las tasas del mercado monetario provee evidencia que estos desarrollos son al menos en parte debido a los cambios poscrisis en los marcos regulatorios.

Tomando en cuenta la mejora en el blindaje del sistema financiero, y que estos cambios regulatorios han sido beneficios para la sociedad, estos no deben ser eliminados. Sin embargo, los hacedores de política pueden y deberían estar dispuestos a atenuar algunas de las consecuencias involuntarias, y estar abiertos a cambios en su diseño.

Como participantes en los mercados monetarios, los bancos centrales deberían de estar abiertos a nuevas maneras de mejorar la eficiencia del traspaso mediante la disposición a la flexibilidad en la implementación de la política monetaria. Las operaciones de la Reserva Federal son un claro ejemplo de esto mediante la emisión de

activos libres de riesgo a disposición de un amplio rango de agentes, a quienes usualmente no estarían a disposición. Y el Banco de Inglaterra ha hecho lo propio, mediante el lanzamiento del Esquema de Fondeo a Término (TFS, por sus siglas en inglés), los cuales ayudarán al traspaso de niveles bajos de la tasa de referencia a las tasas que enfrentan los hogares y firmas en la economía real. Los bancos centrales pueden contribuir a que la función del mercado monetario pueda actuar tempranamente para identificar potencialmente las necesidades de liquidez, y apoyar la infraestructura del mercado monetario.

Finalizaré con unas palabras sobre la huella de los bancos centrales. Mucho de los desarrollos mencionados en este documento y que estarán en discusión en el curso de esta conferencia han sido una respuesta a las necesidades de hoy en día: teniendo más reservas en el sistema bancario es una reflexión de la postura de política monetaria requerida por los desarrollos en la economía; la relación de apalancamiento ha sido desarrollada como parte de la respuesta de los fallos de las estructuras del capital precrisis, y la intervención en las tasas de referencia libres de riesgo está orientada a evitar una falla de coordinación.

Así que mientras sea correcto indicar que la huella de los bancos centrales en los mercados monetarios es mayor ahora que en períodos previos a la crisis, esta ha sido más resultado de la necesidad que del diseño de alguna política en particular. Como una tribu, los bancos centrales preservan una fuerte creencia en la habilidad de los mercados financieros para facilitar el descubrimiento de los precios, asignar el capital de forma de eficiencia y proveer señales útiles acerca de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Referencias

- Duffie, D. and Krishnamurthy, A. (2016). "Passthrough efficiency in the Fed's New Monetary Policy Setting". Versión preliminar para la presentación en el Simposio Jackson Hole, 2016.
- Fender, I. and Lewrick, U. (2015). "Calibrating the leverage ratio", BIS Quarterly Review, Diciembre, págs. 43–58.
- Grill, M., Hannes Lang, J. and Smith, J. (2015). "The leverage ratio, risk-taking and bank stability", version preliminar.
- Haldane, A. and Madouros, V. (2012). 'The dog and the frisbee', www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2012/speech596.pdf.
- IMF (2009), Reporte de Estabilidad Financiera Global, Abril.
- Laeven, L. and Valencia, F. (2010), "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad and the Ugly", IMF working paper, 10/146.
- Pozsar, Z. (2016), "Money Markets after QE and Basel III," Credit Suisse June 2016.

