

Política monetaria no convencional: una historia (inconclusa) de éxito (limitado)

La crisis financiera y económica que empezó en 2007 ha sido la más profunda desde la Gran Depresión de los años treinta. En algunos momentos, la pesadilla de una reedición de aquel drama social tuvo visos de realismo. Por fortuna no ha sido así, en buena medida gracias a la gestión de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales del mundo. No obstante, ello no ha sido suficiente para impedir una fase de lento crecimiento y elevado desempleo.

Durante estos últimos años, las autoridades monetarias se han enfrentado a dos graves problemas. En primer lugar, las formidables oleadas de turbulencias financieras iniciadas con la crisis de las hipotecas *subprime*. Estas disfunciones de los mercados financieros han entorpecido el normal funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria convencional, forzando el despliegue de un amplio abanico de «medidas de apoyo a la liquidez» por parte de los bancos centrales. En segundo lugar, el tipo de interés oficial, que es el instrumento básico de dicha política convencional, alcanzó el límite inferior natural del 0% sin que se apreciaran signos de alivio en las preocupantes dinámicas recesivas y deflacionistas. Este agotamiento ha incentivado la búsqueda de vías adicionales de estímulo, abriendo paso a las «compras de activos a gran escala» (LSAP, por sus siglas en inglés) y a la reformulación de las «políticas de comunicación» (*forward guidance*)⁽¹⁾. La Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) han sido protagonistas destacados de esta historia, tanto por la importancia de las economías sobre las que actúan como por la naturaleza de las medidas que han aplicado.

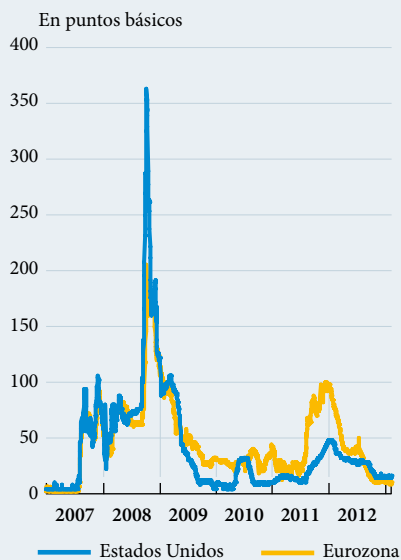
En la primera fase de la crisis –entre el verano de 2007 y el otoño de 2008– la Fed y el BCE se centraron en las medidas de apoyo a la liquidez, a la vez que recortaban con paso firme los tipos de interés oficiales. El rol de prestamista de última instancia se amplió mucho más allá de lo convencional, alcanzando límites insospechados tras el tremendo *shock* que supuso la quiebra de Lehman Brothers. El propósito fue reabrir (o suplantar transitoriamente) los flujos de financiación en numerosas parcelas del sistema financiero. La circunstancia de que dicho sistema esté basado en los mercados de capitales en el caso de Estados Unidos, mientras que el de la eurozona está centrado en los bancos, es la razón básica de que los programas de la Fed se dirigieran a intervenir directamente en los mercados y los del BCE a proporcionar liquidez a los bancos. Se ha acumulado una amplia evidencia empírica sobre el elevado grado de eficacia de los múltiples programas que la Fed puso en marcha con carácter específico y temporal. Cabe destacar los siguientes: CPEFF (enfocado al mercado de papel comercial), MMIFF (fondos monetarios), PDCF (*primary dealers*) y TALF (mercado de titulizaciones). Por su parte, el BCE también actuó con determinación y celeridad: modificó el procedimiento de suministro de liquidez a los bancos para hacerlo ilimitado (la denominada «barra libre»), extendiendo los plazos y relajando los requisitos de garantía. Estas actuaciones evitaron la debacle que hubiera supuesto una eventual cadena de colapsos de entidades, fruto del bloqueo de los mercados mayoristas y/o del pánico de los depositantes. De hecho, progresivamente la calma fue retornando a los mercados, lo que supuso un logro notable de cara al objetivo de asegurar la estabilidad financiera.

En el tránsito de 2008 a 2009 comienza una segunda fase de la crisis que todavía está vigente, caracterizada por la necesidad de reactivar el crecimiento económico y evitar la deflación, en un contexto de descenso de los precios inmobiliarios, desapalancamiento forzado, incertidumbre elevada y rebrotes recurrentes de inestabilidad en los mercados financieros (esta vez con epicentro en la eurozona). Para afrontar este desafío, los bancos centrales ampliaron el arsenal de medidas no convencionales. Si bien los objetivos eran similares, las medidas han diferido en función del marco legal e institucional de cada banco central. La Reserva Federal se ha adentrado sin muchos

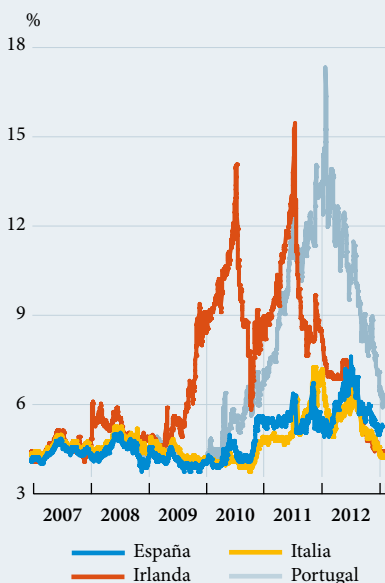
(1) Para más detalle, véase el recuadro «En tiempos de crisis, creatividad monetaria» de este volumen.

LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL HA SIDO IMPORTANTE EN LA ESTABILIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y ATAJANDO EL RIESGO DE DEFLACIÓN

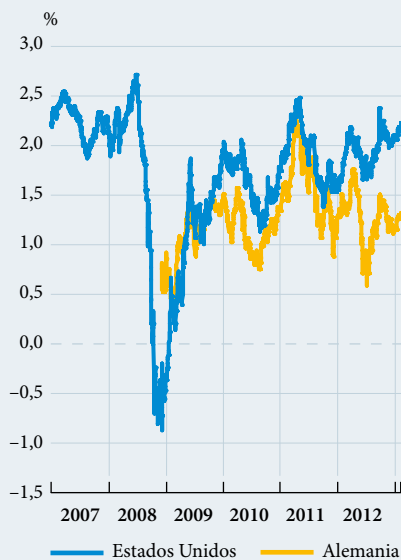
Diferencial entre tipo interbancario y Overnight Indexed Swap a tres meses



Yields de la deuda pública a 10 años



Inflación implícita en bonos indexados a la inflación a 10 años



FUENTE: Bloomberg.

remilgos en el ámbito de las LSAP y ha modificado en varias ocasiones sus fórmulas de comunicación. El BCE ha optado por medidas a medio camino entre el «apoyo a la liquidez» y las LSAP.

La Fed ha ejecutado diversas rondas de compras de bonos del Tesoro y de las agencias hipotecarias, encaminadas a presionar al alza sus cotizaciones y esperando que el impacto alcista se transmita, a través de distintos canales, a los precios del resto de activos financieros (bonos corporativos, acciones, monedas extranjeras, etc.), promoviendo así la relajación de las condiciones financieras para el conjunto de agentes económicos, lo que a su vez debería incidir favorablemente sobre la economía real. La evidencia empírica muestra que estos efectos se han producido. En concreto, se estima que la intervención de la Fed ha reducido las rentabilidades de la deuda a medio y largo plazo en un rango comprendido entre los 70 y los 150 puntos básicos. Si bien las estimaciones son estadísticamente significativas, hay que tener presente que existen otros factores que han presionado las rentabilidades a la baja –como la aversión al riesgo de los inversores– muy difíciles de controlar a la hora de realizar los cálculos. Estos análisis también ponen de manifiesto que se ha producido un contagio positivo hacia otros activos de riesgo, principalmente los bonos corporativos y los índices bursátiles. Los estudios que analizan el efecto sobre las variables macroeconómicas presentan más discrepancias en los resultados obtenidos. En conjunto, detectan la existencia de un impacto positivo pero modesto sobre el PIB y el empleo, así como alcista sobre la inflación esperada y materializada. Además, es importante considerar que la incidencia de las LSAP es transitoria, y que sucesivas rondas tienen un impacto cada vez menor. De hecho, algunos economistas consideran que sus efectos no actúan tanto vía precios de los activos como a través de modificar las expectativas de los agentes, y en este sentido son un sucedáneo de la política de comunicación. En este último ámbito, la Fed ha recibido, no sin parte de razón, críticas por las erráticas fórmulas que ha ido ensayando, que en ocasiones han introducido más confusión que claridad.

El BCE se ha mostrado más prudente que la Fed en esta segunda fase, pero no por ello menos efectivo. A diferencia de otros bancos centrales, el BCE considera que las medidas no convencionales son un complemento de las decisiones de tipos de interés y deben estar supeditadas al mandato de estabilidad de precios. La institución califica sus actuaciones como medidas de «apoyo reforzado al crédito» (*Enhanced Credit Support*) y las justifica por la necesidad de despejar el canal de transmisión de la política monetaria. No obstante, la irrupción de la crisis de deuda soberana en la periferia de la eurozona dinamitó casi por completo dicha transmisión, al inducir un proceso de fragmentación profunda de los mercados financieros entre centro y periferia. El BCE respondió con un encomiable grado de pragmatismo y acierto, yendo más allá de las medidas de apoyo a la liquidez y acercándose al terreno de las compras de activos. En mayo de 2010, con la creación del *Securities Market Program* (SMP), se dio un primer paso para contener las fricciones. En el verano de 2012 se aumentó la apuesta con el anuncio del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), que ha propiciado una espectacular reducción de las primas de riesgo de la deuda soberana y bancaria de los países periféricos.

En suma, los principales bancos centrales han demostrado capacidad de innovación y gran determinación ante los retos que han ido presentándose, consiguiendo unos resultados satisfactorios. Se diría que aprendieron las lecciones de algunos desafortunados episodios históricos, cuando errores de juicio y una subestimación del poder de los instrumentos a su disposición derivaron en situaciones económicas penosas. Pero, por ello mismo, conviene ahora estar atentos⁽²⁾ a que los errores no se cometan en la fase de normalización, de modo que el epílogo pendiente de esta historia se salde también con éxito.

(2) Véase el recuadro «Riesgos de una política monetaria en fase experimental», de este mismo volumen.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Mercados Financieros
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*