

## Nuevos objetivos de política monetaria

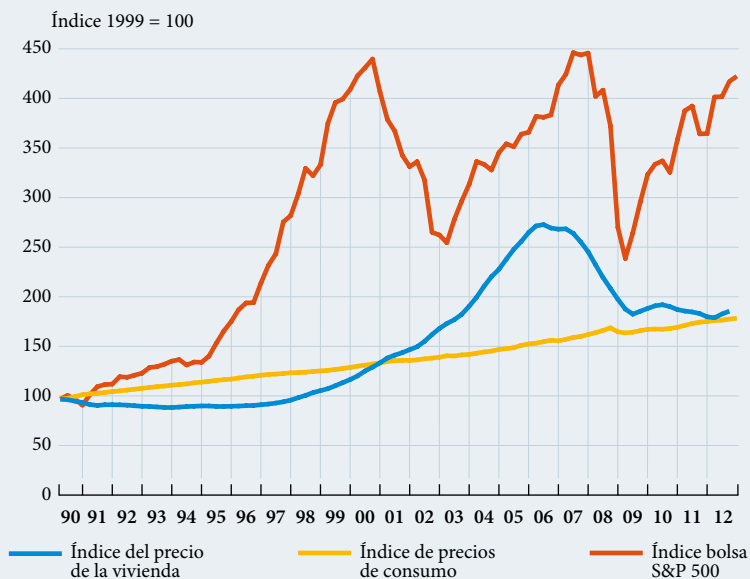
La política monetaria está viviendo una revolución. Los acontecimientos recientes han llevado a los bancos centrales a tomar medidas excepcionales, algunas de ellas impensables antes de que estallara la crisis. Prueba de ello es que el tamaño de sus balances se ha incrementado a niveles inusitados. No obstante, lo que podría suponer un cambio aún más radical en política monetaria consiste en la adopción de nuevos objetivos, o *targets*. Ello se encuentra en el epicentro del debate actual sobre el papel que el banco central debe desempeñar promoviendo el crecimiento económico y la estabilidad financiera, ambos altamente deseables en la coyuntura actual.

Durante los últimos 20 años, la mayoría de bancos centrales han perseguido un objetivo de inflación (*inflation targeting*). Así, se argumentaba, se consigue estabilidad de precios, y ello promueve un entorno macroeconómico estable para crecer de forma sostenida y equilibrada. Es indiscutible que la inflación es, y continuará siendo, un objetivo primordial de la política monetaria. Y, de hecho, esta visión más ortodoxa sigue teniendo muchos adeptos. Sin embargo, la crisis financiera global que se inició en 2007 puso de manifiesto que la moderación de los precios de los bienes de consumo no implica un comportamiento similar en los precios de otros activos, como los financieros o los inmobiliarios (véase gráfico siguiente). Así, tras un periodo de exceso de liquidez, se generaron burbujas especulativas cuyo estallido tuvo graves consecuencias para la estabilidad financiera.

Además, la recesión económica que siguió al periodo de turbulencias financieras ha hecho que la mayoría de países desarrollados estén creciendo por debajo de su potencial. Una vez más, los bancos centrales han conseguido mantener la inflación cerca de su nivel objetivo, pero, no obstante, no han conseguido evitar un estancamiento de la economía. Todo ello ha puesto en duda que la consecución de un objetivo de inflación sea la mejor

### LA INFLACIÓN SE MANTUVO ESTABLE MIENTRAS SE FORMABAN BURBUJAS ESPECULATIVAS

Índice de precios de consumo, índice de precios de la vivienda Case-Shiller e índice de bolsa S&P 500, Estados Unidos



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

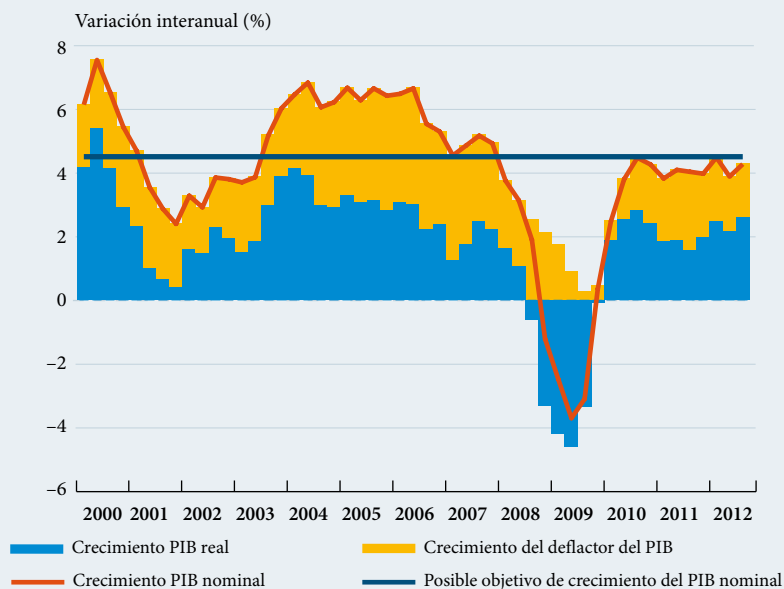
estrategia para lograr los objetivos últimos de crecimiento económico y creación de empleo. Y, en consecuencia, cada vez más voces claman por la necesidad de redefinir, o incluso cambiar, los objetivos de la política monetaria.

La primera en mover ficha ha sido la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). En un movimiento sin precedentes, la Fed anunció el pasado mes de diciembre que mantendrá una política monetaria expansiva hasta que la tasa de paro no se reduzca por debajo de un objetivo específico, concretamente del 6,5%, siempre y cuando la inflación a medio plazo no supere el 2,5%. Con esta actuación, la Fed muestra su compromiso en cumplir su doble mandato, que no solo consiste en mantener la estabilidad de precios, sino también en promover el pleno empleo. Se trata, en definitiva, de adoptar por primera vez un objetivo de paro explícito además del objetivo de inflación, con el fin de poner en el mismo plano de prioridad la consecución de sus dos mandatos.

A pesar del importante cambio que ello supone, muchos piden ir más allá rediseñando de raíz el enfoque de la política monetaria. Una de las propuestas que está ganando más adeptos consiste en cambiar el actual objetivo de inflación por uno de crecimiento del PIB nominal<sup>(1)</sup>. El atractivo de este objetivo es que no distingue entre inflación y crecimiento del PIB real. Así, ante un *shock* que redujera el crecimiento del PIB real por debajo de su nivel potencial, la nueva regla permitiría una política monetaria más expansiva a pesar de que ello podría suponer un aumento de la inflación. De esta forma, el banco central suavizaría las fluctuaciones macroeconómicas a expensas de una mayor volatilidad de la inflación. Repasando la evolución de los últimos datos, el banco central se podría comprometer a mantener una tasa de crecimiento del PIB nominal, por ejemplo del 4,5%, lo que correspondería alrededor de un 2% a inflación, cerca del objetivo actual, y un 2,5% al crecimiento potencial del PIB real a largo plazo. El gráfico siguiente muestra que el crecimiento del PIB nominal ha seguido un patrón similar en Estados Unidos desde 2010.

### EL PIB NOMINAL COMO OBJETIVO DE POLÍTICA MONETARIA

Descomposición del crecimiento del PIB nominal entre PIB real y deflactor del PIB, Estados Unidos



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

(1) Esta propuesta ha sido apoyada por el profesor Michael Woodford, de la Universidad de Columbia y por la profesora Christina Romer, de la Universidad de Berkeley. Incluso desde los ámbitos oficiales, se desprende cierta simpatía por tal propuesta, como evidenció, por ejemplo, un discurso reciente de la vicepresidenta de la Fed, Janet Yellen.

Y si bien, en el caso anterior, la disyuntiva se plantea en torno a la asignación de prioridades entre inflación y empleo, un segundo foco de debate se centra en cómo redefinir el enfoque de la política monetaria para dar un mayor peso a otra de las funciones que también recae sobre el banco central: velar por la estabilidad financiera. En este sentido, algunos sectores abogan por una gestión de dicha política que tenga en cuenta, de forma sistemática, los precios de los activos, especialmente inmobiliarios y financieros, a fin de prevenir la formación de burbujas especulativas.

Este, de hecho, no es un debate nuevo. Ya en la época de Alan Greenspan, la Fed discutió ampliamente el papel de la política monetaria ante tales situaciones. Por un lado, se reconocía la imposibilidad de detectar las burbujas *ex ante* debido a la dificultad de discernir cuándo los precios de los activos están por encima de su valor fundamental. Por otro lado, el aumento de tipos de interés necesario para desinflar burbujas era tal que se corría un alto riesgo de generar una profunda recesión. Así, el consenso alcanzado fue que la única alternativa era actuar *ex post*, es decir, adoptar una política monetaria expansiva una vez que la burbuja ha estallado. Esta estrategia se conoce como *mop-up*, ilustrando la idea de que el papel del banco central es simplemente «limpiar» los escombros tras el estallido.

Vistas las devastadoras consecuencias de esa estrategia de barrido, los defensores de que el banco central debe actuar para desinflar la burbuja, lo que se denomina *leaning against the wind* o «ir contra el viento», están posicionándose rápidamente para ganar la partida. Se ha reconocido que el tipo de interés es un instrumento poco efectivo para este fin y, por ello, se ha decidido adoptar un nuevo marco para la gestión de los riesgos sistémicos: las políticas macroprudenciales.

Actualmente existe también un intenso debate sobre qué herramientas deberían usarse. Por ejemplo, se proponen medidas como establecer restricciones en el crédito que se puede otorgar en relación con el valor del activo, para así evitar que un exceso de crédito incremente los precios muy por encima de su valor fundamental. A pesar de que se han considerado un amplio número de instrumentos macroprudenciales, aún no existe consenso sobre cuáles podrían ser más efectivos, ni tampoco sobre cómo combinarlos para mitigar riesgos sistémicos.

Incluso cuando se acuerde el conjunto de instrumentos, su utilización no está exenta de dificultades. En primer lugar, se reduce la transparencia de las decisiones de política económica, pues se dispone de múltiples instrumentos para alcanzar varios objetivos, con lo que los esfuerzos de comunicación del banco central deberán ser aún mayores. Es importante recordar que la efectividad de la política monetaria radica, en gran parte, en su capacidad de afectar a las expectativas de los agentes económicos, por lo que es de suma importancia que estos sean capaces de interpretar las decisiones del banco central. En segundo lugar, y quizás aún más importante, la actuación sobre determinados activos, reales o financieros, puede perjudicar a ciertos sectores o grupos de interés que podrían ofrecer resistencia a su aplicación. Ello podría dificultar su utilización, por ser políticamente muy costosa, y reducir su efectividad. En este contexto, garantizar la independencia del banco central adquiere, sin duda, mayor importancia.

En definitiva, cambios de paradigma como los propuestos podrían mejorar el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Sin embargo, no hay que olvidar que no están exentos de riesgos. Lo que podría estar en juego es la credibilidad de los bancos centrales como garantes de la estabilidad de precios. Y ello debería considerarse con la máxima cautela.

*Este recuadro ha sido elaborado por Judit Montoriol-Garriga  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*