La teoría y la práctica

Ben Bernanke, el gobernador de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) que acaba de concluir su mandato, forma parte del reducido grupo de economistas que aúnan en su currículum la teoría y la práctica de la política monetaria con el máximo grado de excelencia y responsabilidad. En su trayectoria convergen una carrera académica de primer nivel internacional, como especialista en política monetaria y en el periodo de la Gran Depresión del siglo XX, y el ejercicio de primer banquero central del mundo, como líder de la Fed a lo largo de lo que ya denominamos la Gran Recesión del siglo XXI.

Es obvio, por tanto, que las opiniones del señor Bernanke deben ser escuchadas con extrema atención. En una conferencia que pronunció el pasado mes de enero, pocos días antes de cesar en su cargo, emitía un juicio lapidario sobre las dos principales herramientas de política monetaria no convencional que se han desplegado estos últimos años: la expansión cuantitativa del balance del banco central (*quantitative easing*) y la orientación sobre tipos futuros (*forward guidance*). Decía Bernanke: «[...] el problema con el *quantative easing* es que funciona en la práctica pero no en la teoría[...] y sucede lo contrario, probablemente, con el *forward guidance*». Teniendo en cuenta la autoría, es difícil pensar en una aseveración que suponga una mayor cura de humildad para la ciencia económica y los que la deben aplicar en la práctica.

¿Cuál es el problema, entonces, con la política monetaria «no convencional» que están utilizando las principales economías occidentales? El *quantitative easing* constituye una expansión del balance de los bancos centrales mediante la adquisición de grandes volúmenes de bonos públicos y privados, con el propósito de rebajar los tipos de interés a largo plazo, elevar los precios de los activos y mejorar las condiciones financieras de los agentes. En última instancia, con ello se pretende dar apoyo a la demanda agregada. La evidencia muestra que esta política, aunque no exenta de riesgos, ha sido efectiva hasta el momento, disminuyendo en casi un punto porcentual los tipos de mercado a largo plazo, especialmente en EE. UU. La teoría convencional argumentaba que esta actuación por parte del banco central no sería efectiva puesto que, en presencia de agentes económicos racionales, informados y sin restricciones al arbitraje entre mercados, el precio de los activos no se alteraría, ya que depende únicamente de su rendimiento esperado, ajustado por riesgo. Naturalmente, estas teorías ya están en revisión, muy especialmente los habituales supuestos sobre la racionalidad, la disponibilidad de información y la ausencia de fricciones. Pero por desgracia todavía se sabe poco sobre los mecanismos concretos a través de los cuales el *quantitative easing* incide en las variables financieras y reales. El riesgo de provocar efectos indeseados (sobre la estabilidad financiera, por ejemplo) aconseja prudencia, tal como el propio Bernanke ha reconocido.

En cuanto al *forward guidance*, se trata de una política que trata de influir en las expectativas del público sobre el tipo de interés de intervención del banco central, cuando ya es muy reducido y, por tanto, no tiene más recorrido a la baja. Con esta política, el banco central trata de comprometerse a mantener su tipo de interés bajo en el futuro, lo que, si gana la credibilidad de los mercados, debe contribuir a rebajar los tipos de interés a plazos más lejanos y por tanto a que la política monetaria sea aún más laxa a pesar de estar ya en la zona de tipos cero. La efectividad de esta política en la práctica está lejos de estar comprobada; es aún muy reciente y está en proceso de experimentación. Sin embargo, la afirmación de Bernanke no debiera sorprendernos. Es una política que funciona en teoría, puesto que en los modelos se puede diseñar un compromiso creíble del banco central. Pero en la práctica no está tan claro. En la realidad, a un banco central le resulta mucho más difícil que sobre el papel evitar la inconsistencia temporal. Es decir, comprometerse hoy a una política futura que puede no ser la que más le interese cuando llegue el momento de ejecutarla. Y esto es algo que probablemente los mercados financieros perciben.

Sea como fuere, las palabras de Bernanke reflejan una actitud constructiva. La política monetaria se alimenta, en la práctica, del marco analítico imprescindible que proporciona la teoría económica, pero siempre basándose en la realidad de los hechos y con una sana dosis de sentido común. Es demasiado lo que está en juego como para tomar decisiones fundamentándose solo en argumentos teóricos que, por definición, constituyen aproximaciones imperfectas a un mundo económico extremadamente complejo.

Jordi Gual
Economista Jefe
28 de febrero de 2014