

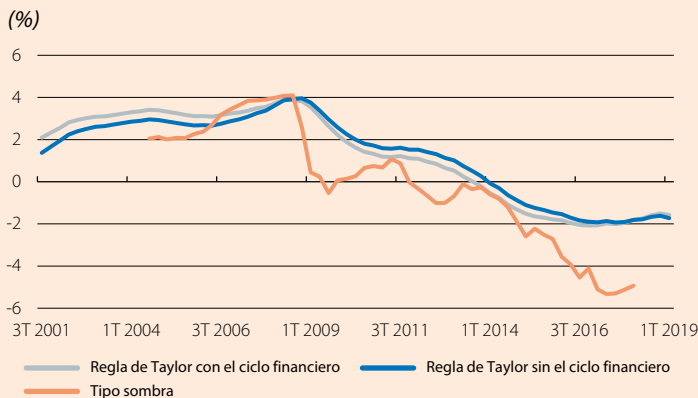
¿Debe la política monetaria reaccionar al ciclo financiero? Algunas reflexiones y posibles respuestas

¿Hasta qué punto la política monetaria debe reaccionar al ciclo financiero, lo que se denomina *leaning against the wind* o «ir contra el viento»? Esta pregunta ha suscitado un sinfín de acalorados debates entre los principales economistas y estará también presente en las discusiones alrededor de las revisiones estratégicas que están llevando a cabo los principales bancos centrales. El dilema es bien conocido: si la política monetaria reacciona ante el ciclo financiero para intentar acomodarlo y que las fluctuaciones financieras sean más suaves, afecta la evolución de la actividad y la inflación.

Un artículo reciente de los prestigiosos economistas Gourio, Kashyap y Sim¹ ha ayudado a que ganen terreno las tesis más favorables a tener en cuenta el ciclo financiero. En su investigación, los autores muestran que en la mayoría de los análisis sobre la política monetaria óptima no se tomaba en consideración el impacto potencialmente muy elevado que pueden tener las crisis financieras sobre el PIB. También se obviaba que la política monetaria es una herramienta poderosa para suavizar el impacto negativo del ciclo financiero en épocas de crisis. En concreto, en economías donde una mala asignación del crédito puede generar *shocks* financieros,

los autores muestran que se pueden generar ganancias de bienestar significativas en la sociedad con la inclusión del ciclo financiero en la política monetaria. En concreto, una política monetaria que cuando hay un *boom* financiero se anticipe a la crisis posterior y aumente los tipos de interés permite reducir la probabilidad de que se produzca una crisis financiera severa (al prevenir posibles burbujas financieras), evitar que las empresas menos productivas capten buena parte del crédito y limitar el apetito por el riesgo. Estas ganancias son especialmente importantes si las pérdidas económicas generadas por una crisis financiera son elevadas.

Eurozona: reglas de política monetaria teniendo en cuenta el ciclo financiero



Nota: El tipo de interés de la regla de Taylor con el ciclo financiero se ha obtenido tal y como definimos en la nota 2 del artículo. La regla de Taylor sin el ciclo financiero utiliza las medidas de output gap, inflación y tipo natural estándares sin tener en cuenta el ciclo financiero. El tipo sombra se ha calculado a partir de la relación histórica entre el tipo refi oficial y un conjunto de variables monetarias que observaríamos en el entorno actual si este no se encontrara anclado en el 0%.

Fuente: CaixaBank Research.

En nuestro gráfico, presentamos cuál sería el tipo de interés de referencia de la eurozona a partir de una regla de Taylor modificada para tener en cuenta el ciclo financiero. En concreto, tal y como hacen Juselius y coautores en su artículo original, permitimos que el tipo de interés de referencia reaccione no solo a fluctuaciones del *output gap* y la inflación, sino también a cambios en la brecha de la carga de deuda, o sea, a la desviación respecto a su promedio histó-

rico de la ratio de la factura de intereses de hogares y empresas en relación con sus rentas; la intuición es que una factura de intereses baja incentiva a hogares y empresas a endeudarse más, lo que acaba afectando al PIB de la economía y a las condiciones macrofinancieras, por lo que tiene sentido incluirla en la regla de política monetaria.² Llamamos al tipo de interés que tiene en cuenta el ciclo financiero «tipo de interés con una regla de Taylor aumentada» y lo comparamos con el tipo sombra y el tipo derivado de una regla de Taylor tradicional. El tipo sombra no es más que el tipo *refi* que observaríamos si no estuviera anclado en el 0%, es decir, si reflejase las medidas no convencionales del BCE como los programas de expansión cuantitativa (QE).³

Los resultados no dejan lugar a dudas: en los años de *boom* en la década de los 2000, el tipo de interés con una regla de Taylor aumentada se situaba netamente por encima del tipo sombra y también del tipo con una regla de Taylor tradicional. La razón es que eran años de ebullición financiera, en los que la brecha de la carga de la deuda estaba en terreno negativo (es decir, la factura en intereses era modesta), lo que incentivaba el endeudamiento y generaba así un sobrecalentamiento de la economía. Este *boom* debería haber llevado a la política monetaria a fijar tipos de interés más elevados para enfriar el ciclo financiero. En efecto,

1. Gourio, F., Kashyap, A. K. y Sim, J. W. (2018). «The trade offs in leaning against the wind». IMF Economic Review, 66(1), 70-115.

2. Concretamente, $i_t^{Taylor\ Finance-Neutral} = \rho(i_{t-1}^{Taylor\ Finance-Neutral}) + (1 - \rho)[(r_{t-1}^{n, Finance\ Neutral} + \pi^*) + 1,5(\pi_{t-1} - \pi^*) + 0,5\tilde{y}_{t-1} - 0,75\tilde{DSR}_{t-1}]$, donde $\rho = 0,9$ es el parámetro de alisamiento, $r_t^{n, Finance\ Neutral}$ es el tipo de interés natural estimado según el modelo de Juselius *et al.* (2017), π_t es la inflación subyacente actual, $\pi^* = 2\%$ es la inflación objetivo, \tilde{y}_t es la medida de la brecha de producción con el ciclo financiero obtenida en el artículo anterior y \tilde{DSR}_t es la desviación de la *debt service ratio* (carga de la deuda) respecto a su promedio histórico.

3. Para más detalles sobre los tipos sombra y la metodología usada por Wu y Xia para calcularlo, veáse el Focus «Descubriendo la política monetaria en la sombra» en el IM02/2016.

fijar tipos más elevados podía haber ayudado a reducir el precio de los activos y, así, contener el apalancamiento y el excesivo apetito por el riesgo de aquellos años.

En cambio, en el periodo de crisis, incluir el ciclo financiero permitiría medir mejor la debilidad de la economía, lo que ayuda a entender por qué podían ser adecuados unos tipos algo más bajos de los que prescribiría la regla de Taylor tradicional. Finalmente, en estos últimos años, incluir el ciclo financiero en la regla de Taylor nos llevaría a unos tipos de referencia más elevados que el tipo sombra. Por tanto, en la realidad parece que los tipos, a tenor de lo que indica el tipo sombra, se han emplazado en cotas demasiado acomodaticias. En efecto, con un *output gap* que se ha ido cerrando y una pequeña recuperación del crédito tras finalizar exitosamente el desapalancamiento posterior a la crisis, no es de extrañar que incorporar el ciclo financiero prescriba unos tipos más elevados y que, de hecho, ya habrían empezado a subir.

En definitiva, no tener en cuenta el ciclo financiero implica tipos más bajos de lo deseable en épocas de expansión económica, lo que acaba acelerando la llegada de la posterior crisis y exacerba sus efectos. Tales efectos llevan a los bancos centrales a la necesidad de bajar tipos de forma agresiva. La lección es que tipos demasiado bajos en el presente generan tipos también bajos en el futuro y se genera un círculo vicioso. En cambio, tener en cuenta el ciclo financiero y no dejarse cegar por las (aparentes) bondades de las fases expansivas resulta clave (en combinación con las políticas macroprudenciales pertinentes) para una gestión más equilibrada de la política monetaria.

Javier Garcia-Arenas