

¿La política monetaria pierde efectividad cuando las economías están más endeudadas?

La recuperación económica de la última década fue lenta a pesar de que la política monetaria se mantuvo anclada en un terreno extraordinariamente acomodaticio, con tipos de interés cercanos al 0% o incluso negativos.¹ ¿Fue culpa de la pesada mochila de deuda que heredamos de la crisis financiera y la gran recesión? Si la COVID-19 está generando un incremento del endeudamiento muy notable, ¿qué pasará en los próximos años con la efectividad de la política monetaria?

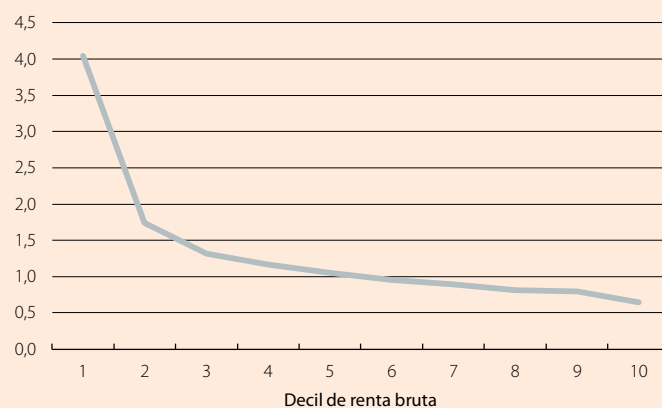
De la deuda a la política monetaria: canales de transmisión

Una posibilidad es que, en realidad, la efectividad sea incluso mayor: distintos estudios documentan que el impacto macroeconómico de la política monetaria procede, en gran parte, del impacto que tiene sobre los hogares y las empresas endeudadas.² Es algo razonable: cuando disminuyen los tipos de interés, se alivia la carga sobre los endeudados y se les liberan recursos que podrán destinar al consumo o la inversión. En cambio, el otro grupo que puede ser especialmente sensible a los tipos de interés, el de los ahorradores, acostumbra a tener una menor propensión marginal a consumir:³ aunque la política monetaria pueda producir cambios grandes en el valor de sus activos, estos terminarán afectando relativamente menos a macromagnitudes como el consumo agregado.

Sin embargo, la experiencia de los últimos 10 años sugiere que la relación entre la deuda y la política monetaria es más compleja. De hecho, hay evidencia de que la lentitud de la recuperación económica tras la crisis financiera y la gran recesión se explica, al menos en parte, por el lastre de la deuda heredada de la crisis.⁴ La mochila de deuda frenó la recuperación de la demanda por distintas razones. Por un lado, el consumo de los hogares se vio restringido por la necesidad de dedicar recursos a repagar la deuda⁵ y por el deseo de reconstruir los colchones de ahorro (por ejemplo, por motivos precautorios o para la jubilación). Por otro lado, en un entorno incierto y de aversión al riesgo, las empresas y familias más endeudadas tuvieron más dificultades para expandir el consumo y la inversión con todavía más deuda. Asimismo, la caída de los precios de los activos financieros e inmobiliarios tras la crisis redujo el valor del colateral que empresas y hogares podían utilizar para endeudarse y financiar el consumo y la inversión.⁶ Así, aunque la política monetaria se mantuviera anclada en un terreno fuertemente acomodaticio, la carga de la deuda limitó la capacidad de la demanda para responder a unos bajos tipos de interés.

En conjunto, pues, hay unos mecanismos que apoyan una buena efectividad de la política monetaria y otros que sugieren que la carga de la deuda sobre la economía puede hacer perder tracción a los bancos centrales. ¿Qué dicen los datos? Los estudios empíricos encuentran que la política monetaria sigue siendo efectiva, pero pierde fuerza en periodos de elevada deuda: su impacto sobre el crecimiento del PIB, el consumo y la inversión es menor.⁷ Además, en la coyuntura actual, el impacto de la política monetaria también dependerá de las cicatrices que pueda dejar la COVID-19 sobre las oportunidades de inversión, el deseo de ahorrar y los efectos redistributivos de la deuda. Si daña la capacidad productiva, persiste el aumento del ahorro precautorio o la deuda recae sobre familias y empresas con balances frágiles, será más probable que se erosione la efectividad de la política monetaria.⁸

Propensión a consumir según grupo de ingresos
(Ratio entre gastos y renta neta anuales del hogar)



Nota: Datos referentes a hogares estadounidenses en 2019.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del Consumer Expenditure Survey elaborado por el U.S. Bureau of Labor Statistics.

1. La eurozona y España tardaron 6 y 9 años, respectivamente, en recuperar y consolidar los niveles de actividad de 2008.

2. Véase Cloyne, J., Ferreira, C. y Surico, P. (2020). «Monetary policy when households have debt: new evidence on the transmission mechanism». *The Review of Economic Studies*, 87(1), 102-129.

3. El gráfico muestra cómo la propensión marginal a consumir disminuye a medida que aumenta la renta. Los hogares con mayor renta (y menor propensión a consumir) también acostumbran a ser los que tienen mayor riqueza acumulada.

4. Véase Dynan, K. (2012). «Is a household debt overhang holding back consumption?». *Brookings Papers on Economic Activity*, 299-362.

5. Véase Di Maggio, M. et al. (2017). «Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging». *American Economic Review*.

6. Véase Bhutta; N. y Keys, B. (2016). «Interest Rates and Equity Extraction during the Housing Boom». *American Economic Review*.

7. Véase Alpanda, S. y Zubairy, S. (2019). «Household debt overhang and transmission of monetary policy». *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(5), 1265-1307.

8. La erosión de las oportunidades de inversión y el aumento del ahorro precautorio pueden reflejarse en un nuevo descenso del tipo de interés natural. Cuanto más bajo sea este, más debe reducir los tipos observables el banco central, algo que, con tipos ya negativos o cercanos al 0%, cada vez es más difícil.

Ante la pérdida de tracción... ¿una marcha más?

Una pérdida de efectividad puede forzar a los bancos centrales a implementar una política monetaria más agresiva. En cierto modo, esto ya es lo que se han visto obligados a hacer en la última década bancos como la Fed, el BCE o el Banco de Inglaterra y, desde hace incluso más tiempo, el Banco de Japón, con medidas no convencionales como las compras de activos (especialmente, deuda pública). Para mitigar el riesgo de que, tras la COVID-19, sufran una nueva pérdida de tracción, es importante que el grueso del esfuerzo no vuelva a recaer en exclusiva sobre la política monetaria. El resto de las esferas de la política económica deben seguir dando un paso adelante, tanto en la fase de contención de la COVID-19 como, más adelante, en la fase de impulsar la recuperación.

Ya que, con el aumento de la deuda que provocará la COVID-19, subir una marcha más será cada vez más delicado por parte de la política monetaria. Por ejemplo, tanto en Japón como en Europa se ha documentado cómo la combinación entre un incremento de la deuda y unas condiciones financieras laxas asociadas a las políticas monetarias acomodaticias que se han aplicado puede erosionar el crecimiento económico a largo plazo: un entorno financiero laxo permite la supervivencia de empresas muy endeudadas y poco productivas, lo que frena la reasignación de recursos hacia sectores emergentes y deprime la productividad agregada.⁹

Por último, hay otro gran riesgo que es más de fondo: la dominancia fiscal, es decir, que la autoridad monetaria se vea o se sienta obligada a acomodar la política monetaria a las necesidades de la política fiscal. Toda actuación monetaria tiene consecuencias fiscales (los incrementos de tipos hacen aumentar el pago de la deuda pública y las bajadas permiten reducir el pago), pero cuanto más deuda pública tenga el banco central en su balance –y el contexto actual se caracteriza por un notable incremento de sus compras de deuda pública, con el que, indirectamente, da cobertura a las expansiones fiscales que amortiguan el *shock* de la COVID-19–, mayores serán las consecuencias fiscales de sus decisiones, condicionándolas en exceso. Frente a ello, todas las esferas de la política económica deben compartir el esfuerzo de estimular la actividad, evitando llevar la política monetaria a posiciones todavía más extremas. También serán claves unas instituciones robustas que protejan la independencia de los bancos centrales. Si no, la COVID-19 también puede dejar secuelas en la actuación a medio plazo de los bancos centrales y el desempeño futuro de las economías.

Adrià Morron Salmeron y Javier Garcia-Arenas

9. Véase Acharya, V. *et al.* (2020). «Zombie credit and (dis-)inflation: evidence from Europe». NBER Working Paper n.º 27158.