

FOCUS · La lucha por la política monetaria del futuro

La Fed puso fin a nueve años de política monetaria no convencional, el pasado septiembre, con el anuncio de la reducción de su balance. Aunque su intención es volver a implementar la política monetaria con los esquemas previos a 2008, la aparición de nuevas narrativas sobre el funcionamiento de la economía y el uso de herramientas no convencionales han abierto una discusión sobre el marco en el que operarán los bancos centrales en el futuro. La repasamos a continuación.

Antes del estallido de la crisis financiera en 2008, la política monetaria se implementaba, principalmente, a través de un tipo de interés de referencia a corto plazo, que los bancos centrales ajustaban para garantizar la estabilidad de precios y, directa o indirectamente, un grado adecuado de utilización de los recursos productivos. Además, la regulación financiera quedaba fuera del ámbito de acción de la política macroeconómica. Sin embargo, este marco, fruto del consenso macroeconómico entre los años 1980 y 1990, se ha modificado drásticamente en los últimos años. Por un lado, dadas las importantes interacciones entre la estabilidad financiera y la estabilidad macroeconómica, la regulación financiera ha pasado a formar parte del conjunto de herramientas de política macroeconómica.

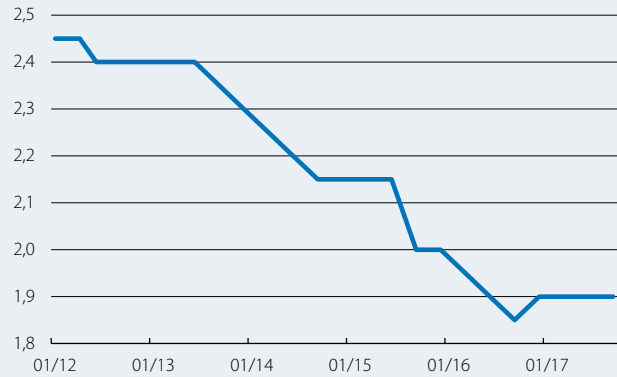
Por otro lado, ha aparecido una narrativa según la cual los tipos de interés que equilibran la oferta de ahorro y la demanda de inversión se mantendrán en niveles relativamente bajos por la persistencia de factores estructurales relacionados con la demografía, el cambio tecnológico y la aversión al riesgo.¹ Esta narrativa ha hecho mella entre los bancos centrales, como queda ilustrado en el escenario macroeconómico a largo plazo del comité que decide la política monetaria de la Fed (el FOMC, por sus siglas en inglés). Como se observa en los dos primeros gráficos, el FOMC ha revisado a la baja tanto el crecimiento potencial de la economía estadounidense como el tipo de interés que estima adecuado en el largo plazo (el tipo de equilibrio a largo plazo). Además, al no poder reducir los tipos de referencia muy por debajo del 0%,² algo que bajo esta narrativa sería necesario con mayor frecuencia que en el pasado, los bancos centrales perderían margen de acción si continuaran operando con las herramientas tradicionales. Para evitar esta situación, se han planteado dos grandes vías de acción. Una opción es mantener el tipo de interés como herramienta principal y redefinir el objetivo del banco central. La alternativa es mantener el objetivo (típicamente, inflación alrededor del 2% a medio plazo) e incorporar nuevos instrumentos de política monetaria.

1. Véase el Focus «¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?» en el IM09/2017.

2. Este límite inferior lo impone la existencia de la alternativa de retirar los depósitos y almacenar los recursos en dinero en efectivo, obteniendo un tipo de interés igual a 0% (o ligeramente negativo, si se tienen en cuenta los costes de almacenamiento).

Previsiones del FOMC: crecimiento potencial del PIB

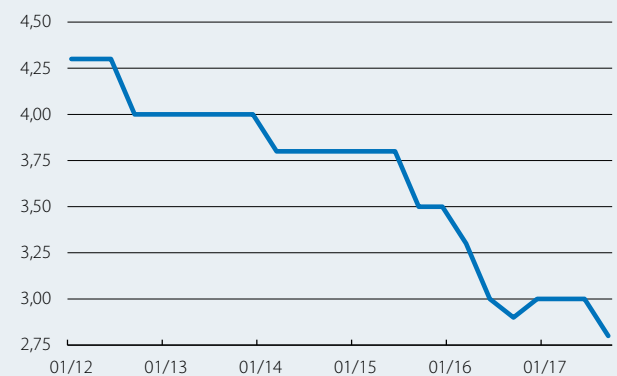
Tendencia central de los miembros del FOMC (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC).

Previsiones del FOMC: tipo de referencia de equilibrio

Mediana de los miembros del FOMC (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC).

De mantener el tipo de interés de referencia como herramienta principal, el banco central puede ganar margen si fija un objetivo que le permita generar más inflación, de modo que el tipo de interés nominal de equilibrio no disminuya tanto como el tipo real de equilibrio. En esta línea, destacan tres opciones: fijar un objetivo de inflación mayor, fijar el objetivo en términos del nivel de precios o fijar el objetivo en términos del nivel del PIB nominal. Por un lado, elevar el objetivo de inflación minimiza el cambio de marco, aunque impone permanentemente el coste de la mayor inflación. Por otro lado, con un objetivo en términos del nivel de precios, el banco central no ignoraría acontecimientos que provocaran desviaciones temporales de la inflación (como fluctuaciones de los precios energéticos) y, de hecho, en respuesta dejaría que la inflación se desviara temporalmente en dirección opuesta para compensarlas.

Por ejemplo, si una caída de la demanda agregada redujera la inflación hasta el 1%, el banco central toleraría un periodo de inflación por encima del 2% para volver a la senda objetivo del nivel de precios. En este caso, los inversores automáticamente anticiparían la intención de mantener los tipos de interés bajos durante más tiempo, lo que relajaría también los tipos de vencimientos largos. Si el objetivo fuera en términos del PIB nominal, el mecanismo sería parecido. Sin embargo, ambas opciones pueden dar lugar a políticas no deseadas: por ejemplo, un aumento exógeno de los precios energéticos, parecido al de los años setenta, forzaría al banco central a endurecer la política monetaria aun cuando la economía se encontrara en recesión.

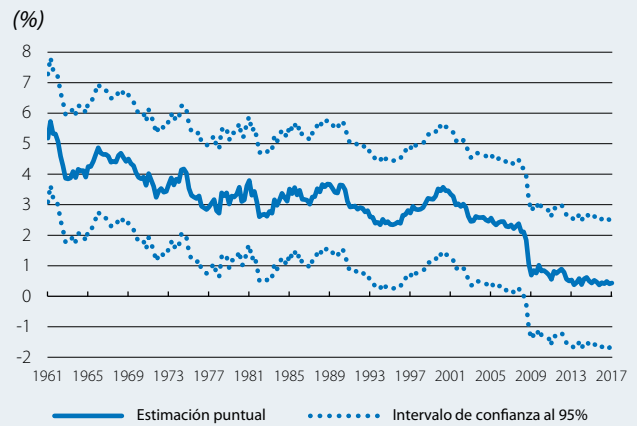
Dado que todos los cambios de objetivo pueden conllevar un coste importante en términos de credibilidad, un marco alternativo consiste en mantener los objetivos actuales e incorporar las medidas no convencionales (tipos negativos, comunicación y políticas de balance, como las compras de activos) al conjunto de herramientas habituales de los bancos centrales. Una ventaja de esta opción es que las medidas se pueden calibrar con mayor precisión a las necesidades del momento. Por un lado, los tipos negativos profundizan en los mecanismos de transmisión tradicionales, aunque con retornos decrecientes por la erosión de los márgenes del sector financiero. Además, en terreno muy negativo pueden perder toda su eficacia.³ En este punto, la comunicación y las compras de activos permiten seguir reduciendo los tipos de interés en vencimientos más largos, tal y como han hecho los principales bancos centrales en los últimos años. El Banco de Japón incluso ha ido más allá y ha fijado, explícitamente, los tipos de interés de vencimientos largos. Aunque esta es una medida más precisa que la compra de activos, el problema es que es difícil de usar sistemáticamente porque su efectividad depende de la capacidad del banco central para convencer a los mercados: si los convence, el tipo de mercado será el anunciado por el banco central incluso si este no realiza ninguna compra para influenciar directamente el precio de los bonos; pero, si no los convence, el banco central debería comprar gran parte de los activos para conseguir fijar el tipo de interés en su objetivo, hasta el punto de que podría perder el control sobre el tamaño de su balance. Además, el problema se intensifica porque, para convencer al mercado, el tipo de interés a largo plazo anunciado debe ser coherente con la evolución esperada del tipo de interés a corto plazo, que cambia a lo largo del tiempo según la evolución de los indicadores de actividad.

Antes de decantarse por una alternativa entre esta lista de propuestas, cabe observar que estas se basan en una visión del mundo alrededor de la cual hay mucha incertidumbre.⁴

3. Una solución drástica para eliminar el tope inferior sería la eliminación del dinero en efectivo.

4. Véase Beyer, R. y Wieland, V. (2017), «Instability, imprecision, and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates», IMFS, Working Paper.

Tipo de interés natural real: estimación e incertidumbre



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Holston, Laubach y Williams (2016).

Ello queda ilustrado con la imprecisión con la que se estima el tipo de interés real de equilibrio. Como muestra el tercer gráfico, aunque este ha mostrado una clara tendencia a la baja, hoy en día no podemos determinar su nivel con suficiente confianza. De hecho, esta imprecisión es un reflejo de la incertidumbre alrededor de las relaciones tradicionales entre tipos de interés, actividad e inflación, que sirven para estimar el tipo de equilibrio. Por ejemplo, la narrativa predominante en los bancos centrales asume una relación fuerte entre la actividad y la inflación domésticas: así, a través del impacto de las condiciones financieras sobre la actividad, el banco central puede controlar la inflación. Sin embargo, hay indicios de que esta relación entre inflación y actividad domésticas se ha debilitado, entre otros factores, por la globalización de los mercados de bienes y servicios, la deslocalización de los procesos productivos y las cadenas globales de valores. De ser así, los bancos centrales habrían perdido capacidad de influenciar la inflación,⁵ al menos a nivel individual (por lo que deberían buscar mayor coordinación entre ellos). En este sentido, hay una discusión de fondo más amplia sobre qué se entiende por estabilidad de precios. Actualmente, esta se concentra en precios al consumidor de bienes y servicios. Sin embargo, la política monetaria tiene un fuerte efecto sobre los precios de los activos financieros y, por lo tanto, sobre la inestabilidad financiera, por lo que existen argumentos para que los bancos centrales presten mayor atención a estos elementos.

En definitiva, la política monetaria tiene alternativas para compensar los menores tipos de interés de equilibrio, pero la incertidumbre alrededor de su idoneidad es elevada. Una solución a largo plazo y con menos distorsiones consiste en corregir directamente los factores tras el declive de los tipos de interés. Ello pasa por estimular el crecimiento a largo plazo y, así, la demanda de inversión con medidas que promuevan la educación, la investigación y las infraestructuras.

5. Véase Borio, C. (2017), «Through the looking glass», BIS, OMFIF City Lecture.