

08.07.2014

La política monetaria en las economías avanzadas

Foro de la Nueva Economía

Luis M. Linde
Gobernador

Agradezco a Nueva Economía Fórum su amable invitación para participar en este acto.

En mi intervención voy a comentar brevemente las políticas monetarias que en estos momentos están poniendo en práctica las principales economías avanzadas, cuyas similitudes y diferencias no son siempre fáciles de comprender y añaden complejidad a la coyuntura económica actual.

Tras un breve repaso del papel que las políticas monetarias están desempeñando en la gestión de la crisis internacional, me referiré, en concreto, a los casos de Estados Unidos, Reino Unido y Japón, para detenerme con más de detalle en el enfoque del Banco Central Europeo y en las medidas que ha adoptado recientemente.

El papel de las políticas monetarias en la gestión de la crisis internacional

A diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión, y en buena medida como resultado de las lecciones aprendidas a raíz de ese episodio, cuando se desencadenó esta crisis de las economías avanzadas las autoridades económicas respondieron de una manera rápida, contundente y relativamente coordinada en el plano internacional. Esa reacción se materializó en una serie de medidas de apoyo a los sistemas financieros y en la puesta en marcha de un conjunto de políticas expansivas de demanda.

Las medidas que pusieron en marcha se dirigieron, en primer lugar, a atajar una posible crisis global de liquidez, que habría colapsado el funcionamiento de los sistemas financieros y, por tanto, el de las propias economías. Las inyecciones masivas y la habilitación de mecanismos para suministrar liquidez en divisas diferentes de la propia resultaron determinantes para contener ese riesgo.

Estas medidas se acompañaron de bajadas de los tipos de interés oficiales de intervención que contribuyeron a generar los impulsos de demanda necesarios para contrarrestar, en lo posible, los efectos negativos de la crisis sobre la actividad y el empleo.

En los primeros momentos de la crisis, las actuaciones de la Reserva Federal, del Banco de Inglaterra, del Banco de Japón y del Banco Central Europeo siguieron, en lo esencial, un patrón común. Las diferencias entre ellos tuvieron que ver, sobre todo, con las características singulares de sus respectivos marcos operativos.

Con posterioridad, las pautas de actuación se han ido diferenciando. Mientras las posiciones cíclicas continuaron siendo relativamente coincidentes, las divergencias que surgieron estuvieron vinculadas a los rasgos estructurales específicos de las distintas economías, como, por ejemplo, el diferente peso de los bancos y los mercados de capitales en la intermediación de los flujos financieros. Sin embargo, más tarde la diferenciación estuvo cada vez más relacionada con los distintos ritmos de salida de la crisis en cada área económica y monetaria.

La política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos

Desde el inicio de la crisis, la Reserva Federal de Estados Unidos ha venido instrumentando una política monetaria fuertemente expansiva. Para ello, ha hecho uso de un amplio arsenal de medidas, tanto convencionales como de corte menos convencional.

La Reserva Federal ha recortado sus tipos de interés oficiales en sucesivas rondas hasta situarlos en su cota inferior natural, o sea, cerca de cero, y se ha embarcado en programas de compras masivas de valores que han incrementado de manera sustancial su balance; y ha recurrido también a emitir indicaciones sobre la orientación futura de su política –lo que se denomina en inglés *forward guidance*–, encaminadas a transmitir su intención de mantener la expansión monetaria durante un periodo prolongado.

Ya en mayo del pasado año, ante la evidente mejora en la situación cíclica, la Reserva Federal comunicó su intención de reducir gradualmente la intensidad de sus impulsos expansivos mediante un recorte en los volúmenes mensuales de compra de valores. Tras un periodo de alguna confusión en torno al mes de mayo de 2013 –que tuvo cierto impacto en los mercados–, esta estrategia se ha ido consolidando.

El reto al que se enfrenta la Reserva Federal en estas circunstancias no es ya el de cambiar la orientación de la política monetaria, sino cómo reducir el tono expansivo de la misma, en línea con la mejora de la situación cíclica de su economía, sin poner en peligro una recuperación económica, que todavía no se percibe como suficientemente consolidada. Un reto complejo que alimenta la incertidumbre de los mercados e incide sobre el margen de maniobra de los otros bancos centrales.

La política monetaria del Banco de Inglaterra

La situación del Banco de Inglaterra es algo diferente. Como en el caso de la Reserva Federal, también agotó a lo largo de la crisis el margen de actuación en el terreno convencional e hizo igualmente un uso intensivo de los programas de compras de valores y de la política de anuncio de sus intenciones, la *forward guidance*. Además, el Banco de Inglaterra fue pionero en la instrumentación de medidas directamente encaminadas a potenciar el crédito a determinados sectores mediante el programa conocido como *Funding for Lending* que, en definitiva, permitía a las entidades más activas en determinados segmentos del mercado de crédito obtener financiación en el banco central a un coste más reducido.

En el Reino Unido la recuperación de la actividad económica ha sido más intensa que en Estados Unidos y, de acuerdo con la mayoría de los analistas, parece asentarse sobre unas bases más sólidas. La inflación se mantiene en una senda compatible con el objetivo del 2% y es importante tener en cuenta también que los precios de algunos activos, en particular los de la vivienda, vienen mostrando trayectorias alcistas que han abierto un nuevo debate sobre el papel que deben desempeñar el banco central y su política monetaria en la prevención posibles burbujas.

En este contexto, aunque el Banco de Inglaterra tampoco ha modificado todavía el tono acomodaticio de su política monetaria, las expectativas dominantes descuentan ya un

giro más o menos inmediato. Los mensajes más recientes del Banco de Inglaterra apuntan, en todo caso, a que cuando comiencen las subidas de tipos lo harán de manera muy gradual y que permanecerán por debajo de los valores históricos por una larga temporada.

La política monetaria del Banco de Japón

Las diferencias son más acusadas aun en el caso del Banco de Japón. No podemos olvidar que antes de la crisis internacional la economía japonesa no había superado los efectos de su propia crisis que se inició, hay que recordarlo, en los años 90, tras una fase de gran expansión crediticia y una gran burbuja inmobiliaria. Los distintos programas económicos que se han ido poniendo en marcha desde entonces no han conseguido volver a situar a la economía japonesa en una senda estable de crecimiento, lo que ilustra bien la dificultad que entraña recuperar la normalidad cuando se entra en un ciclo perverso de deflación y contracción de la actividad.

El último programa, puesto en marcha bajo el impulso del primer ministro Abe, incluye entre sus tres pilares una ambiciosa expansión monetaria que, con los tipos de interés oficiales cercanos a cero, se instrumenta mediante el crecimiento de la base monetaria.

Aunque los datos más recientes muestran un incipiente retorno a tasas de crecimiento y de inflación positivas, es evidente que la política monetaria en Japón está lejos aún del umbral que marcaría no ya un cambio de ciclo, sino incluso un cambio hacia tonos menos expansivos, en contraste con los casos de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra.

La política monetaria del Banco Central Europeo

Los rasgos específicos de la actual coyuntura monetaria en el área del euro se derivan de la complejidad y profundidad que alcanzó la crisis y de la lentitud del ritmo de salida de la misma en comparación con otras áreas. Tras los registros negativos de 2012 y 2013, las proyecciones que hizo públicas el BCE el pasado mes de junio indican que la UEM no recuperará el nivel del PIB que tenía al comienzo de la crisis hasta finales del año que viene. Pero la recuperación del empleo en el conjunto de la zona euro no se habrá completado en 2015.

Desde finales de 2011 la tasa de inflación ha mostrado una tendencia decreciente. Se encuentra en mínimos históricos y las proyecciones disponibles indican que se mantendrá, durante el horizonte previsible, alejada de la referencia del 2% que, en el medio plazo, marca el objetivo de estabilidad de precios que rige la actuación del BCE.

Un escenario como el que acabo de describir, que es el escenario al que se enfrentó el Consejo de Gobierno del BCE en su reunión de la primera semana del pasado mes de junio, requería una acción convincente de la política monetaria que acentuase su tono expansivo. Y lo requería porque, si bien los indicadores disponibles apuntaban todavía a que las expectativas de inflación a medio plazo continuaban ancladas en cifras compatibles con la definición de estabilidad de precios, si la tasa de inflación se consolida en niveles demasiado bajos por un periodo prolongado existe un riesgo no

despreciable de que esas expectativas terminen girando hacia la deflación y un largo período de bajo crecimiento. Y sabemos por la experiencia japonesa que una vez que se produce ese desanclaje resulta muy difícil volver a la normalidad.

Antes de junio, el BCE había recortado ya en diferentes ocasiones sus tipos oficiales de intervención hasta dejarlos en niveles muy reducidos. El de las operaciones principales de financiación se había situado en el 0,25% y el de la facilidad de depósito, en cero. También había recurrido a la política de *forward guidance*, tanto en el ámbito de la liquidez, anunciando anticipadamente la prolongación de las subastas a tipo fijo y adjudicación plena de la liquidez solicitada por los bancos, como en el terreno de los tipos de interés. En este último caso, el instrumento se activó en julio del pasado año cuando la incertidumbre creada en torno a las intenciones de la Reserva Federal llevó a muchos inversores y analistas a anticipar un cambio en el tono de la política monetaria no solo en Estados Unidos sino también en el área del euro, un cambio que evidentemente no figuraba en las intenciones del BCE.

El BCE había recurrido también antes de junio a la compra de activos. Los programas adoptados, sin embargo, no estaban encaminados a proporcionar estímulos económicos mediante el incremento del balance del Banco Central. Se trataba de compras dirigidas a reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria dañado por la crisis, y la fragmentación de los mercados financieros del área que la crisis trajo consigo.

Con estos precedentes, el BCE respondió a los retos que suscitaba la compleja coyuntura de principios de junio mediante la activación de un amplio paquete de medidas, tanto en el frente convencional como en el no convencional.

En primer lugar, los tipos de interés oficiales de intervención se recortaron una vez más. El de las operaciones principales de financiación se redujo hasta el 0,15%, un nivel que, a efectos prácticos, puede decirse que ha alcanzado ya su cota inferior. El tipo de interés de la facilidad de depósito, esto es, la remuneración que reciben los bancos por los fondos que inmovilizan en el banco central, se situó por primera vez en la historia del Eurosistema en valores negativos (-0,10%). Por último, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se redujo también hasta el 0,40%.

En el ámbito de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria se decidió igualmente extender la duración del sistema de subastas a tipo fijo con plena adjudicación por el tiempo que sea necesario y al menos hasta diciembre de 2016. Y se reiteró que los tipos de interés de intervención permanecerán en su nivel actual por un periodo prolongado, dadas las actuales perspectivas para la evolución de la inflación.

Finalmente, el paquete de actuaciones se complementó con otras dos medidas directamente encaminadas a fomentar la financiación de las empresas y familias.

En primer lugar, un nuevo programa de Operaciones de Financiación a Largo Plazo, con unas características especiales diseñadas explícitamente para potenciar un mayor crecimiento del crédito al sector privado.

Estas operaciones, que comenzarán en septiembre de este mismo año y se repetirán trimestralmente hasta junio de 2016, vencerán en septiembre de 2018. Este plazo de los préstamos, de hasta cuatro años para las primeras peticiones de las entidades, excede claramente los horizontes habituales en la gestión de la liquidez y está mucho más próximo a los que son relevantes para la concesión de créditos al sector privado.

El coste de los fondos para los bancos será muy competitivo al haberse fijado su tipo de interés en el nivel de las operaciones principales de financiación –actualmente en el 0,15% como ya comenté– más un pequeño diferencial fijo de 10 puntos básicos.

Las cantidades que podrán solicitar los bancos como parte de este programa se fijarán en función, por un lado, de su nivel actual de crédito –siempre, crédito al sector privado no financiero, excluido el dedicado a la compra de vivienda– y, por otro, en función de cómo evolucione este a lo largo de los próximos dos años. Cuanto más proclives a la concesión de crédito sean las entidades, mayor será el volumen de recursos al que tendrán acceso.

Para garantizar que los fondos se destinan efectivamente a financiar el gasto de las empresas y las familias, la medida incluye un dispositivo en función del cual los bancos que no muestren unos niveles de crédito por encima de determinadas referencias –que se fijaran en función de su comportamiento durante los 12 meses previos a la decisión del Consejo– tendrán que devolver los fondos que tomaron prestados del banco central.

La segunda de las medidas adoptadas en relación con el crédito ha consistido en intensificar los trabajos actualmente en marcha para el diseño de un programa de compras de bonos procedentes de la titulización de activos. Este es un mercado que resultó muy afectado por la crisis y cuyo infradesarrollo en Europa dificulta una mayor diversificación de las fuentes de financiación de las empresas y, en particular, de las de menor dimensión. Iniciativas como esta podrían estimular la profundización de este mercado, aunque es difícil que puedan resultar determinantes si no vienen acompañadas de otras actuaciones en ámbitos igualmente importantes, como el regulatorio.

Y ya para terminar. La coyuntura del área del euro justifica el comportamiento diferenciado de su política monetaria, que, como he tratado de exponer, se encuentra todavía en fase de intensificación de sus acciones expansivas frente a las perspectivas de reducción de los estímulos que predominan en otras economías avanzadas. Esto añade complejidad e incertidumbre dentro de la excepcional situación de abundancia de liquidez y bajos tipos de interés que predomina en los mercados.

Muchas gracias por su atención.