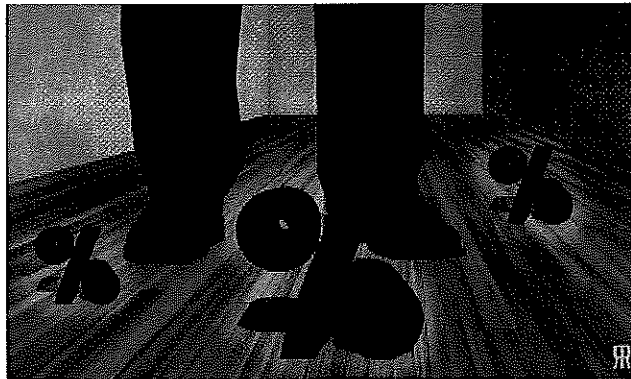


OPINIÓN

Los bancos centrales y los tipos de interés ultrabajos

GUILLERMO DE LA DEHESA

14 FEB 2016 - 00:00 CET



/Rafael Ricoy

El 12 de enero asistí a un importante simposio organizado conjuntamente por el Banco de Francia (BF) y por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) con motivo de la despedida a Christian Noyer, gobernador y presidente respectivamente, con dicho título, que resumo a continuación basándome en el discurso de apertura del nuevo gobernador del Banco de Francia Francois Villeroy de Galhau, del presidente del BPI, Jaime Caruana, y demás intervenciones.

Todas las variables monetarias se encuentran hoy a niveles históricamente bajos. Las tasas de inflación (ya sean actuales o esperadas) son muy bajas. También lo son los tipos de interés de los activos seguros, los diferenciales de tipos de interés y la volatilidad, aunque con algún repunte reciente en algunos países emergentes. Esta situación supone un nuevo reto para la política monetaria de los bancos centrales.

La “curva de Phillips” (William Phillips, 1958), que mide la relación inversa entre la tasa de inflación o de aumento de los salarios y la tasa de desempleo —es decir, a menor paro, mayor inflación y viceversa— apunta a una nueva desconexión, como a principios de los años setenta, cuando hubo alta inflación y alto desempleo simultáneamente, por la enorme subida del precio del petróleo. Sin embargo, ahora tanto los precios del petróleo como las expectativas del mercado a cinco años, están cayendo.

Puede que estas expectativas sean cíclicas, derivadas de una caída de la demanda y del comercio mundiales o de un largo proceso de desapalancamiento tras la Gran Crisis. Pero también puede que sean estructurales, derivadas del bajo crecimiento de la productividad, del aumento de la desigualdad y del envejecimiento de la población, que terminan produciendo el fenómeno llamado “estancamiento secular”, como han ido mostrando Hansen (1939), Krugman (2014), Summers (2014), Teulings y Baldwin (2014), entre otros, en el que la oferta de ahorro y la demanda de inversión sólo consiguen igualarse a tipos de interés negativos. O también por un aumento del ahorro derivado de una globalización que aumenta la competencia de precios y salarios, como ya mostró Ben Bernanke en 2005 con su teoría del “exceso de ahorro global”.

MÁS INFORMACIÓN

El cambio climático,
la mayor amenaza del
siglo XXI

La digitalización y la
robotización no
aparece en el PIB

Cadenas globales de
valor

En ciertos casos, esta baja demanda persistente puede ser el resultado de un problema de “histéresis”, como puede estar ocurriendo en España, en donde existe un elevado “desempleo estructural” debido a un sistema dual de contratación y de una demanda de trabajo y de cualificación que no encuentran su oferta adecuada, tanto por gran un exceso de personas con formación universitaria pero con bajos rendimientos, como por un gran defecto de personas con formación técnica post-secundaria, que suelen ganar más, en promedio, que los anteriores.

Estas tendencias persistentes plantean varios retos para los bancos

centrales. Primero, la inmensa mayoría son nacionales, cuando los problemas actuales son crecientemente globales, afectando más a los países pequeños y abiertos y menos a los grandes y más cerrados. Segundo, el ciclo es crecientemente global, luego la política de tipos de cambio no es suficiente para aislar a muchos países. Tercero, la política monetaria laxa de los países desarrollados suele producir efectos “derrame” sobre los países emergentes. Ahora bien, conviene reconocer que hubiera sido mucho peor para los emergentes si los avanzados hubieran caído en deflación. Hoy, la política más efectiva a corto plazo en los países emergentes consiste en aumentar sus reservas de divisas y crear colchones internos para proteger sus sistemas financieros.

Y cuarto, ¿cuál debería de ser el objetivo de inflación y su horizonte temporal? Algunos economistas proponen objetivos de inflación elevados para evitar caer a niveles cercanos a cero de donde es muy difícil salir. Otros proponen objetivos más bajos, porque estiman que la nueva situación normal es lo que ahora se llama muy baja inflación o “low-flation”, siempre, por supuesto, que no afecte a la credibilidad de su banco central. Los hay quienes estiman que existe más flexibilidad para la política monetaria con un “objetivo de horizonte a medio plazo”, que sea consistente con su mandato, como es el objetivo del BCE, y que, asimismo, sea consistente con mantener un sistema de “forward guidance” (FG), es decir, mantener los mismos tipos durante un período de tiempo suficientemente largo para que no haya duda alguna de que no habrá cambios hasta que no se cumpla el objetivo del banco central, dando así una mayor seguridad a los inversores. El BCE está, además, aplicando esta misma política de FG a su programa de compra de activos en el mercado (QE).

¿Cómo hacer frente al riesgo de una mala gestión de la salida de los tipos cercanos a cero (ZLB) y de la estabilidad financiera? Naturalmente, permanecer en esta situación durante mucho tiempo puede ser peligroso, ya que unos tipos y márgenes tan bajos no facilitan ni la intermediación financiera ni el flujo de crédito a la economía real. Pero también una excesiva adicción al “forward guidance” (FG) puede afectar negativamente a la

información e incluso a los fundamentos del mercado.

En este último sentido, el Banco de Pagos de Basilea (BPI) (2014) ha señalado que un exceso de adicción al FG y al ZLB podría originar la próxima crisis financiera, ya que una adicción a la liquidez y un exceso en la toma de riesgos termina originando burbujas e inestabilidad financiera, sin que las políticas macroprudenciales (MP) puedan evitarlo, ya que son demasiado lentas para detenerlas. Además, las políticas MP son esenciales para evitar la inestabilidad financiera ex ante pero no ex post. Pueden tanto limitar los efectos posteriores en caso de que el sistema financiero tenga un problema sistémico, como evitar los costes de caídas del PIB, reduciendo las correlaciones hacia abajo y las diferentes exposiciones entre las instituciones y las entidades financieras.

Por estas razones, toda regla monetaria que se aplique debe de integrar una estimación muy aproximada del *output gap*, o “brecha del producto”, que sea sostenible, ya que los ciclos de los negocios y los ciclos financieros no suelen coincidir. Una salida mal programada o a destiempo, o lo que es peor, su descuento prematuro por los mercados, puede poner en riesgo a todo un sistema financiero o a algunas de sus entidades. Por esa razón, situaciones de “gran divergencia” entre las distintas políticas monetarias pueden resultar positivas: ya que los ciclos nacionales suelen ser relativamente diferentes, se evita que sus salidas del ciclo puedan coincidir todas al mismo tiempo.

Los bancos centrales son nacionales, mientras que los problemas actuales son crecientemente globales

Naturalmente, en el caso del área euro (ÁE) la salida está todavía por llegar y será probablemente a medio plazo, ya que conlleva otros problemas estructurales muy serios. Especialmente la ausencia de una Unión Fiscal, que hace que su política macroeconómica esté totalmente coja y siga teniendo el

riesgo de romperse si no se avanza pronto. Hasta ahora, el BCE ha tenido que salvar el ÁE un par de veces de su desaparición, pero su capacidad para sustituir la política fiscal es muy limitada.

Hay que tener en cuenta que, a pesar de las diferentes intervenciones de compra de activos del BCE en los mercados, si se compara con los balances de los otros grandes bancos centrales, ha sido mucho más prudente: Si el nivel de todos sus balances fuese 100 en 2007, siete años y medio más tarde, el del Banco de Inglaterra es 515, el de la Fed es 500, el del Banco de Japón es 410 y el del BCE sólo 270.

Además, el BCE ha ido variando sus políticas de intervención monetaria de compra de activos. Primero utilizó los LTROS, es decir, operaciones de refinanciación a largo plazo. En mayo de 2010, utilizó el SMP, un programa limitado de compra de bonos públicos y privados emitidos por sus países miembros o empresas en dificultades, para evitar un mal funcionamiento de sus mercados y una mala transmisión de su política monetaria. Después, en septiembre del 2012, introdujo su programa OMT de compra de deuda pública, que no tenía límite de tamaño o de plazo pero que debía de ser solicitado por los países miembros en dificultades. Y, en junio de 2014, introdujo los TLTRO, operaciones de compra a largo plazo dirigidas a mejorar la transmisión de su política monetaria y ayudar al funcionamiento de los sistemas de crédito bancarios de sus países miembros.

GUILLERMO DE LA DEHESA ES PRESIDENTE DE HONOR DEL CENTRE FOR ECONOMIC POLICY RESEARCH (CEPR) DE LONDRES.

ARCHIVADO EN:

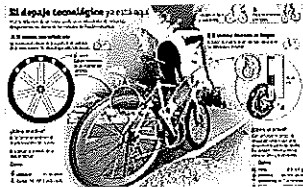
Reserva Federal · BCE · Organismos económicos · Bancos · UE
· Organizaciones internacionales · Europa · Banca · Relaciones exteriores · Finanzas

Y ADEMÁS...



Billie, entre la moda y los caballos

(AS.COM)



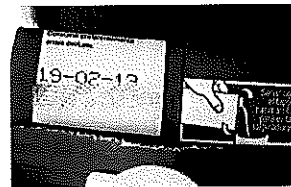
Ruedas electromagnéticas: lo último en fraude

(AS.COM)



¿Por qué no hay Dinosaurios en Far Cry Primal?

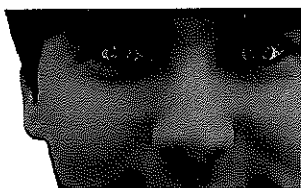
(MERISTATION)



10 cosas que llevamos haciendo mal toda la vida

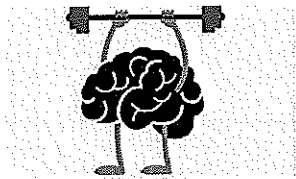
(CADENA DIAL)

CONTENIDO PATROCINADO



¿Sabes cómo funciona el cerebro bilingüe? Te lo

(BABEL)



Aprender un idioma en una semana es posible

(BABEL)



Mejores herramientas para project

(MASTER IN PROJECT MANAGEMENT)

recomendado por

© EDICIONES EL PAÍS S.L.

Contacto | Venta | Publicidad | Aviso legal | Política cookies | Mapa | EL PAÍS en KIOSKOyMÁS | Índice | RSS |