



Política de flexibilidades cuantitativas: un año después¹

Carlos Eduardo Castillo Maldonado²

Introducción

El Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de Inglaterra condujo en marzo de 2009 la primera subasta como parte del programa de recompra de bonos del Gobierno, también conocido como Política de Flexibilidades Cuantitativas (PFC). La necesidad por acciones de política era clara. En el primer trimestre de 2009 se experimentó la mayor contracción del PIB del Reino Unido desde los años cincuenta, fecha a partir de la cual se tienen registros de tal variable macroeconómica. En efecto, la producción de bienes manufacturados se contrajo a una tasa anualizada cercana al 20%, en tanto que las demandas por seguro de desempleo se elevaron rápidamente a una tasa récord. Por su parte, los mercados financieros permanecían en un estado de shock. Para la primera semana de marzo de 2009, el valor de las empresas que se cotizan en la Bolsa de Valores de Londres se había reducido en 40%, los diferenciales de interés de los bonos corporativos, respecto de los bonos gubernamentales, se encontraban en niveles no observados desde los años setenta y los bancos continuaban restringiendo la liquidez, por lo que los diferenciales de tasas de interés en el mercado interbancario se encontraban quince veces por arriba del registrado en 2007.

La crisis financiera dio inicio en el verano de 2007, cuando el fenómeno de las hipotecas *subprime* comenzó a generar presión en los bancos



comerciales. Sin embargo, la misma se intensificó drásticamente luego de la caída de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, dando lugar a la crisis bancaria más severa de la historia reciente. Ante tales eventos, el CPM respondió agresivamente, reduciendo la tasa de interés de política monetaria de 5% a 0.5%, en solamente cinco meses, constituyéndose este último en el nivel histórico más bajo de la historia reciente. No obstante, todavía permanecía la necesidad de un mayor estímulo monetario. En principio, podría haber sido posible reducir la tasa de interés de política monetaria a un valor de cero o a un valor negativo. Sin embargo, ello hubiese implicado reducir el nivel de utilidades de las instituciones financieras que tradicionalmente ofrecen hipotecas, lo que hubiera intensificado la contracción crediticia, lo cual se estaba tratando de evitar por medio del relajamiento de las condiciones monetarias. En vez de ello, el Banco de Inglaterra decidió modificar el tamaño y la composición de su hoja de balance e inyectar dinero a la economía de una manera más directa. Esta fue la razón que básicamente dio origen a la denominada Política de Flexibilidades Cuantitativas (PFC).

¹ Resumen y traducción libre del speech: "Quantitative Easing-One Year One", por Spencer Dale (Director Ejecutivo y Economista en Jefe del Banco de Inglaterra), dentro del marco de conferencias del evento denominado: *New Instruments of Monetary Policy: the Challenges*. Organizado por Macro and Finance Research Group (MMF) y Centre for International Macroeconomics and Finance (CIMF), Cambridge, Inglaterra.

² Subdirector del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

Contenido

Política de flexibilidades cuantitativas: un año después

Definición de flexibilidad cuantitativa

El término flexibilidad cuantitativa (*quantitative easing*) es un instrumento de política monetaria utilizado por un banco central para incrementar la cantidad de dinero en circulación en una economía en donde la tasa de interés líder de política monetaria se encuentra cercana, o es igual, a cero. Normalmente un banco central administra la cantidad de dinero en circulación por medio de la tasa de interés de política monetaria o por medio del encaje bancario. Sin embargo, cuando estas medidas ya no fueron suficientes para incrementar la cantidad de dinero en circulación, en particular, como consecuencia de la crisis financiera de 2008 y 2009, muchos bancos centrales implementaron una nueva medida a la que denominaron Política de Flexibilidad Cuantitativa (PFC), para aumentar la liquidez del sistema financiero, el cual se encontraba altamente endeudado. Los países que han implementado esta medida han sido Japón en el año 2000 y los Estados Unidos de América (EE UU) y el Reino Unido durante el período 2008-2009.

Funcionamiento de la PFC

En términos prácticos, esta medida consiste en la adquisición, por parte del banco central, de activos financieros emitidos a diferentes plazos (incluyendo bonos del Gobierno y bonos corporativos) en poder de las instituciones financieras (los bancos). De esta forma, un banco central puede intercambiar bonos por dinero en efectivo, incrementando así la base monetaria, es decir, la cantidad de dinero en circulación. El propósito de esta medida es propiciar

un proceso multiplicador que inicia por el aumento en la cantidad de dinero en circulación, con lo cual se espera que los bancos del sistema incrementen el crédito que ofrecen a sus clientes, lo que a su vez estimulará el consumo y la inversión de las empresas. No obstante, existe el riesgo de que la política no sea efectiva, en cuyo caso los bancos continuarán sin ofrecer facilidades crediticias a pesar del incremento que registran en sus depósitos, o si la política es muy efectiva, en cuyo caso, la medida de política monetaria podría conducir a la economía a un proceso hiperinflacionario.

A pesar de los riesgos mencionados, es importante indicar que desde el establecimiento de esta medida la economía del Reino Unido se ha estabilizado, la confianza de los consumidores y de las firmas se ha recuperado y las condiciones del mercado financiero han mejorado. Por lo tanto, las medidas extraordinarias de política monetaria implementadas por el Banco de Inglaterra, conjuntamente con las medidas de política fiscal implementadas por el Gobierno, parecen haber sido exitosas en cuanto a prevenir una mayor profundización de la crisis. Por ahora se espera que como consecuencia de tales medidas, se genere una recuperación sostenida de la demanda agregada interna. La efectividad de la PFC, en torno a la estabilización económica, continúa siendo una pregunta sin respuesta. Sin embargo, el autor trata de dar respuesta a tres preguntas específicas: ¿Cuál es el fundamento teórico de dichas políticas? ¿Cuáles son sus principales canales de transmisión? y ¿Qué podemos decir a la fecha sobre su efecto?

Fundamentos teóricos de una política monetaria poco convencional

Con respecto a la primera pregunta, cabe indicar que durante los últimos 15 años, la síntesis convencional del enfoque neokeynesiano/neoclásico ha sido la base para que los economistas estudien la operatoria de la política monetaria. El atractivo de esta clase de modelos³ es su relativa simplicidad y manejo, lo cual permite que puedan ser utilizados para obtener prescripciones precisas de política monetaria, incluyendo casos como el actual en el que la tasa de interés se encuentra muy cercana a cero. En efecto, en este tipo de modelos, la única forma en

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso Sazo	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutiérrez Sergio Francisco Recinos R.	Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Juan Manuel Colorado H. Pedro Marcos Santa Cruz L.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarán la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre que se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

³ Ver Woodford (2003) y Walsh (2003).

la que la política monetaria puede ganar tracción con una tasa de interés cercana a cero, es por medio de influenciar las expectativas de inflación.⁴ En efecto, en esta situación una economía se comporta como que si existieran únicamente dos tipos de activos: dinero y bonos. Los agentes económicos demandan dinero hasta el punto en el que el beneficio marginal obtenido por mantener liquidez es equivalente a su costo marginal: la tasa de interés nominal. A una tasa de interés de 0%, tanto el beneficio como el costo marginal del dinero son iguales a cero, por lo que el dinero y los bonos son sustitutos perfectos. En este punto, el intercambio de dinero por bonos no tiene ningún impacto en la actividad económica o en la inflación. Por lo tanto, se asume que la economía se encuentra, por construcción, en una trampa de liquidez.

Como es de conocimiento general, la política monetaria óptima, en esta clase de modelos, sugiere que un banco central se comprometa a mantener tasas de interés bajas por un período de tiempo, mientras que la inflación se estaría situando temporalmente por arriba de su meta de largo plazo.⁵ El punto principal que enfatizan los modelos indicados es la importancia de las expectativas, al mismo tiempo que proporcionan, a los tomadores de decisiones, un mecanismo a través del cual pueden influenciar la actividad económica a pesar de que las tasas de interés estén cercanas a cero. Sin embargo, afirmar que la política monetaria puede funcionar únicamente por medio del manejo de las expectativas no es del todo cierto. Dicha afirmación se basa en supuestos específicos. En esta clase de modelos se asume que los mercados financieros siempre se ajustan, que no tienen fricciones y que el agente representativo puede intervenir en todos los mercados financieros. Por consiguiente, todo el riesgo puede ser cubierto perfectamente y los precios de los activos financieros dependen únicamente de pagos contingentes del Estado. Bajo esos supuestos, las curvas de demanda por activos financieros son perfectamente elásticas. No obstante, en el mundo real parece factible suponer que dichas curvas de demanda, al igual que las curvas de demanda de dinero, tengan una pendiente negativa, en cuyo caso, cambios en la oferta relativa de dichos activos

(bonos y dinero) afectan su precio relativo. Es este aspecto lo que proporciona fundamento a la PFC. Hace medio siglo, Tobin (1958) fue el pionero en trabajar las denominadas asignaciones de portafolio (*portfolio allocations*), reconociendo la probabilidad de que una proporción de los activos financieros (incluyendo al dinero en efectivo) puedan ser sustitutos imperfectos. Sin embargo, Tobin no explicó en detalle las fricciones que podrían surgir de dicha sustitución imperfecta.

Recientemente se ha registrado un rápido desarrollo de modelos microeconómicos que ha hecho posible modelar la sustitución imperfecta entre activos.⁶ Estos modelos han contribuido a explicar cuándo y porqué los inversionistas podrían enfrentar riesgos no diversificados al adquirir cierto tipo de activos financieros que se convierten en sustitutos imperfectos, habiendo sido adquiridos como activos similares.⁷ Diversos investigadores también han empezado a proporcionar importantes contribuciones para introducir diversas formas de fricciones financieras en los modelos macroeconómicos convencionales.⁸ La mayor parte de esta literatura se encuentra todavía en un período de infancia y existe un largo camino por recorrer previo a que la misma pueda ser incorporada en los modelos cuantitativos que son frecuentemente utilizados por los tomadores de decisiones. No obstante, el mensaje central que puede obtenerse de estos trabajos es que existen diversos mecanismos de transmisión por medio de los cuales la política monetaria puede influenciar a la actividad económica cuando la tasa de interés de política monetaria se encuentra cercana a cero. Desafortunadamente, la crisis financiera requirió que este tipo de intuición se pusiera inmediatamente en práctica.

Mecanismos de transmisión

Al momento de argumentar en el seno del Banco de Inglaterra sobre los posibles mecanismos de transmisión de una PFC, se concluyó que era adecuado poner un mayor peso en tres canales principales de transmisión monetaria: i) el impacto que tienen sobre los precios relativos la sustitución

⁴ Ver Eggertsson y Woodford (2003).

⁵ La depreciación del tipo de cambio nominal, como se indica en Svensson (2001), y compromisos de tasa de interés, como se indica en Krugman (1998) y Woodford (2003), son ejemplos de recomendaciones de política que se derivan de este resultado.

⁶ Ejemplos recientes incluyen a Brunnermeier y Pedersen (2009), así como a Vayanos y Weill (2008).

⁷ En Brunnermeier y Pedersen (2009), por ejemplo, los administradores de los mercados financieros enfrentan incertidumbre sobre el tiempo de duración del intercambio comercial de sus clientes.

⁸ Ver Kiyotaki y Moore (2008), Gertler y Kiyotaki (2009), así como a Andrés, López-Salido y Nelson (2004).

imperfecta y las restricciones al reciclaje de capital de inversión; ii) el rol de la liquidez de los mercados financieros; y iii) la importancia de las expectativas. Estos tres mecanismos de transmisión fueron importantes en el diseño del programa de recompra de activos propuesto por el CPM. A marzo de 2010, un año exacto luego de haberse implementado la PFC, el Banco de Inglaterra ha comprado £200,000 millones de activos financieros, los cuales, en su mayoría, habían sido emitidos a plazos largos. El objetivo central de estas subastas de compra ha sido el de inyectar a la economía una cantidad sustancial de dinero. El principal supuesto detrás de esta inyección de recursos es que la misma generaría tracción por medio del canal de portafolio rebalanceado. La mayor parte de los bonos del Gobierno del Reino Unido se encuentran en posesión de empresas del sector financiero no bancario, tales como los fondos de pensiones y compañías de seguros. En tanto que dichos inversionistas no perciban al dinero en efectivo como un sustituto perfecto de los bonos del Gobierno, ellos tratarán de reducir sus tenencias adicionales de efectivo, adquiriendo otro tipo de bonos, tales como los emitidos por el sector privado. Este proceso de rebalanceo de su portafolio continuará hasta que los rendimientos sobre los bonos del Gobierno y sobre otros activos alternativos, tales como los bonos corporativos y las acciones de las empresas, hayan caído lo suficiente para compensar a los inversionistas por mantener en su poder un mayor nivel de liquidez. El grado de estímulo asociado con la inyección monetaria será mayor mientras el grado de sustitución entre el dinero en efectivo y los bonos del Gobierno sea menor y mientras el grado de sustitución entre los bonos del Gobierno y otros activos alternativos sea mayor.

Tratar de estimar la posible magnitud de estos efectos es una tarea difícil, en particular porque una política de este tipo nunca había sido implementada previamente en el Reino Unido. Un modelo estándar de demanda de dinero de las empresas que cotizan en la bolsa de valores del Reino Unido, en el cual las tenencias de dinero se encuentran conjuntamente modeladas con el precio de los activos y las tasas relativas de rendimiento, podría sugerir que el hecho de comprar activos en magnitudes registradas a la fecha, podría incrementar el precio de los activos en un rango de entre 20% y 30%. En principio, este impacto podría parecer muy elevado. Sin embargo,

es importante recordar que la magnitud de recompra de activos financieros efectuada durante el año previo representa alrededor de 14% del PIB nominal, lo cual es realmente un monto sustancial. No obstante, existe una amplia banda de incertidumbre alrededor de esta estimación y, personalmente, no estaría sorprendido si dicho monto fuese revisado al alza, conforme aprendemos más sobre el impacto de dicha medida en la economía del país. El incremento mencionado en el precio de los activos debería contribuir a estimular un aumento en el consumo y la inversión por medio de los canales del ingreso y del costo de capital. Sin embargo, la transmisión del estímulo monetario, por medio de un mayor gasto nominal, podría ocurrir únicamente de manera gradual. Esto sugiere que todavía se encuentra por venir un impacto significativo en la actividad económica, proveniente de la política de recompra de activos del Banco de Inglaterra.

Cabe indicar que en períodos normales, sería de esperar que la PFC pueda conducir a un incremento en el stock de activos líquidos de los bancos, lo que a su vez podría incentivar a que dichas instituciones extiendan mayor crédito a sus clientes. Sin embargo, la economía mundial atraviesa por circunstancias fuera de lo común. Los bancos del sistema se encuentran contrayendo la oferta de crédito conforme buscan fortalecer sus hojas de balance y reducir su nivel de endeudamiento. Por esta razón, cuando el CPM trata de estimar el posible impacto de la política de recompra de activos, no toma en consideración una posible expansión del crédito bancario. Es importante resaltar que la PFC del Banco de Inglaterra fue diseñada para facilitar la transición del proceso de desintermediación de las finanzas corporativas desde los bancos hacia los mercados de capitales. Esta desintermediación fue auxiliada en parte por el rebalanceo de portafolios generado por el programa de recompra de activos financieros. En este sentido, conforme se incrementó la demanda de los inversionistas por activos financieros alternativos, tales como los bonos o las acciones corporativas, se produjo un incremento en la capacidad de las empresas para obtener financiamiento en los mercados de capitales y el costo de dicho financiamiento se redujo. Este proceso de desintermediación fue reforzado por las operaciones llevadas a cabo por parte del Banco de Inglaterra para mejorar el funcionamiento de los mercados de crédito

corporativos. En efecto, el desequilibrio del mercado financiero que se produjo como resultado de la crisis dificultó el funcionamiento de los mercados de bonos corporativos y produjo un incremento sustancial en la prima de liquidez. En respuesta a esa problemática, el Banco de Inglaterra estableció la política de recompra de bonos corporativos, con el propósito de proporcionar liquidez al mercado secundario. El grado de significancia de esta política de compra de deuda del sector privado no debe ser juzgada por su escala, la cual es mínima en comparación con el monto de recompra de bonos del Gobierno. El propósito de estas operaciones no fue efectuar la compra de un monto específico de bonos corporativos, sino mejorar el funcionamiento de los mercados que negocian dichos activos financieros. En este sentido, la señal enviada a los agentes económicos por parte del Banco de Inglaterra, en cuanto a proporcionar las flexibilidades de compra de deuda, fue tan beneficiosa tanto como lo fue el monto total adquirido de dicha deuda.

Las expectativas también desempeñaron un rol importante en el diseño de la política de flexibilidades cuantitativas. En efecto, fue de vital importancia que el CPM pudiese introducir un nuevo instrumento de política en un momento en el que la tasa de interés de política monetaria había alcanzado su límite inferior. Este instrumento tenía que ser creíble, tanto en términos de su impacto económico, como en términos de la disposición del Banco de Inglaterra a utilizarlo por el tiempo necesario. Según opinión del autor, la rapidez en el establecimiento de la PFC y la escala del programa, jugaron un rol importante para confirmar el compromiso del CPM en cuanto a alcanzar la meta de inflación y reforzaron la confianza de los agentes económicos en la habilidad del Banco de Inglaterra para poder lograrlo.

Estimación de los efectos de la PFC

En cuanto a qué podemos decir a la fecha sobre el efecto de la política de flexibilidades cuantitativas, es, según el autor, la pregunta del millón de libras. Desafortunadamente es difícil proporcionar una respuesta definitiva. Para ser más preciso, este cuestionamiento no difiere significativamente de nuestra inhabilidad para medir el impacto preciso de la disminución de la tasa de interés del Banco de Inglaterra (de 5% a 0.5%) o de cualquier otra medida de política macroeconómica. Por otro lado,

sin saber exactamente qué hubiese ocurrido ante la ausencia de una medida de política monetaria de esta naturaleza, no es posible identificar el impacto de dicha medida. No obstante, lo que hace diferente a este instrumento de política monetaria es que nunca había sido utilizado ni analizado. Por lo tanto, la demanda por conocer sobre su impacto es mucho mayor, lo cual es fácil de entender, pero difícil de satisfacer. Un posible enfoque para determinar el impacto de la PFC es considerar el crecimiento de la base monetaria. Un principio clave que se encuentra implícito en el referido programa es la creencia en que el incremento en la cantidad de dinero estaría causando un incremento en los precios de los activos financieros y del gasto agregado nominal. Este efecto de causalidad podría ser expresado en términos de un proceso de rebalanceo del portafolio en el cual, el rendimiento de los diferentes activos financieros se ajusta de tal forma que los agentes económicos están dispuestos a mantener un mayor nivel de dinero en efectivo. Sin embargo, el mismo mecanismo podría ser expresado en términos de un enfoque monetarista, en el cual la recompra de activos financieros opera a través de un desequilibrio monetario que a su vez da lugar a un mayor gasto agregado. Estos distintos enfoques se presentan en algunas oportunidades como modelos que explican en forma diferente la transmisión de la medida de flexibilidades cuantitativas. No obstante, el autor afirma ver dos lados de una misma moneda. Cabe resaltar que ambos mecanismos comparten el mismo supuesto fundamental de imperfecta sustitución entre el dinero y otros activos financieros, afirmación que responde a la creencia en un mecanismo implícito que estimula el gasto agregado nominal a pesar de que la tasa de interés de política monetaria se encuentre cercana a cero.

Durante el pasado año (2009), a pesar de que el monto adquirido de bonos en las subastas de compra ascendió a £200,000 millones, la base monetaria del Reino Unido se incrementó únicamente en £8,000 millones; es decir, que la caída en el gasto agregado nominal y el deseo de los bancos por reducir su nivel de endeudamiento, implicó que ante la ausencia de inyección de dinero por parte del Banco de Inglaterra la base monetaria hubiese registrado una reducción. Por otra parte, dicho monto también obedeció al incremento en el endeudamiento por parte del sistema bancario del Reino Unido durante este período, el cual –conjuntamente con

el monto de utilidades no distribuidas— superaba los £85,000 millones. Debido a que el sector privado no bancario pudiese haber sido la mayor fuente de estos recursos, es muy probable que la base monetaria se hubiese reducido. No obstante, la contraparte de la disminución en los depósitos del sector privado es una gran fortaleza en las hojas de balance de los bancos, lo cual contribuyó a su rápida recuperación, al mejorar la disposición de los bancos al otorgamiento de crédito. Por lo tanto, el impulso monetario continúa operando. Un enfoque que podría contribuir a proporcionar una respuesta a la última pregunta planteada anteriormente, es el de un estudio que considera el impacto de los anuncios de las subastas de flexibilidades cuantitativas sobre los precios de los activos en períodos de tiempo relativamente cortos. Los retornos en los bonos del Gobierno del Reino Unido podrían responder a dichos anuncios, debido al impacto que las compras de bonos del Gobierno tiene sobre los retornos por los que los inversionistas están dispuestos a mantener una cantidad menor de dichos bonos (el efecto de portafolio rebalanceado), y además porque podría percibirse que la información contenida en dichos anuncios es importante para determinar la postura futura de la política monetaria del Banco de Inglaterra (un elemento del canal de expectativas).

Es posible cuantificar el tamaño del efecto de portafolio considerando movimientos en el diferencial entre las tasas de interés de los bonos del Gobierno y las tasas de interés *overnight* de los *swaps* indexados (*Overnight Indexed Swaps, OIS*), el cual no debería ser afectado por cambios en la oferta relativa de bonos del Gobierno. Aunque estimaciones precisas varían de conformidad con la madurez de los bonos y el período de cómputo, al sumar las variaciones de dicho diferencial, luego de los anuncios de subastas de flexibilidades cuantitativas, el resultado sugiere que el efecto de portafolio rebalanceado podría haber reducido el rendimiento de los bonos del Gobierno en aproximadamente 100 puntos básicos. Nuevamente, un efecto considerable. Similarmente, movimientos en la tasa de interés de los OIS, posteriores a los anuncios de subastas de flexibilidades cuantitativas, proporcionan información sobre el efecto de dichos anuncios en las expectativas sobre una futura postura de política monetaria. Las tasas de interés de los OIS se redujeron significativamente, luego del anuncio inicial del establecimiento de la política de flexibilidades

cuantitativas, particularmente las de corto plazo, lo cual sugiere que dichos anuncios causaron que los participantes del mercado revisaran a la baja sus expectativas sobre la trayectoria futura de la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, conforme los agentes económicos entendieron de una mejor manera la PFC, las tasas de interés de OIS han respondido en menor manera a nuevos anuncios sobre subastas de compras de bonos, tal como se esperaba. Este efecto es consistente con el hecho de que los participantes del mercado han aceptado a las flexibilidades cuantitativas como parte de un componente sistemático de la política monetaria. En la medida en que los rendimientos sobre los bonos del Gobierno y sobre otros activos se muevan en respuesta a este componente sistemático, dichos movimientos no serán capturados por estudios de impacto y, por consiguiente, los efectos de los anuncios de subastas cuantitativas pueden tender a subestimar el efecto de dicha medida. Los bonos del Gobierno del Reino Unido representan una proporción relativamente pequeña respecto al monto total de bonos en poder del sector privado. Por lo tanto, al momento de cuantificar el impacto global del programa de recompra de activos del Banco de Inglaterra, es importante considerar el incremento en los precios de otros activos. Desde el establecimiento de la PFC, los precios de las acciones se han incrementado por arriba de 50%, y los rendimientos en los bonos corporativos se han reducido en alrededor de 400 puntos básicos. Dichos efectos han sido favorables para la economía del país.

Sin embargo, es difícil identificar el rol de las flexibilidades cuantitativas en cuanto a liderar dichas mejoras. Los precios de los otros activos pudiesen no haber respondido con rapidez a los anuncios de las subastas, lo cual dificulta aislar sus efectos en estudios de impacto. Adicionalmente, dichos movimientos coincidieron con un repunte en los mercados financieros internacionales, lo cual genera mayores complicaciones a la tarea de aislar los efectos específicos en la economía del Reino Unido. Sin embargo, es importante analizar este repunte en los mercados financieros mundiales en el contexto de estrategias similares de política monetaria adoptadas por los bancos centrales más importantes alrededor del mundo: las tasas de interés de política monetaria fueron reducidas a niveles muy bajos y las hojas de balance de los bancos centrales

se expandieron significativamente. Por lo tanto, el hecho que los mercados de capital del Reino Unido se movieran en línea con los mercados internacionales durante este período sugiere que la política interna tuvo un impacto significativo. En efecto, el autor expresa no tener la menor duda acerca de que el programa de recompra de activos del Banco de Inglaterra contribuyó sustancialmente a dicho repunte. Por medio del mecanismo de rebalanceo de portafolio, los inversionistas diversificaron entre bonos del Gobierno y bonos alternativos, tales como bonos corporativos o acciones de empresas. A través de una mejora en la liquidez del mercado, auxiliada por el programa de recompra de activos y por medio del impacto en las expectativas, el programa de flexibilidades cuantitativas demostró el compromiso del Banco de Inglaterra de actuar, lo que a su vez incrementó el nivel de confianza de los agentes económicos y redujo la probabilidad de una futura-contracción en los precios de los activos financieros. Cuantitativamente, el éxito total de la PFC dependerá de su contribución al incremento en el precio de los activos y al estímulo en el gasto agregado nominal, además de su contribución en cuanto al logro de la meta de inflación de largo plazo de 2%. A la fecha, la mayor parte del impacto de esta medida continúa sin haberse registrado. Por lo tanto, todavía es muy temprano para juzgar su impacto final. Sin embargo, es importante resaltar que el PIB nominal del Reino Unido creció a una tasa interanual de alrededor de 4% durante el tercer y cuarto trimestres de 2009. Dichos valores todavía están sujetos a revisión, pero representan una señal temprana de que el gasto agregado nominal de la economía está empezando a acelerarse.

Conclusión

Ha transcurrido ya un año y medio desde que el MPC del Banco de Inglaterra estableció un programa a gran escala de recompra de activos financieros. Dicha medida generó diversas reacciones. Algunos analistas argumentaban que la misma daría lugar a presiones inflacionarias severas. Muchos académicos dudaban de su impacto. Podría pensarse que establecer la PFC fue una difícil decisión para un comité integrado por nueve banqueros centrales muy conservadores. Sin embargo, desde la perspectiva del autor, la decisión fue relativamente sencilla. Mientras la meta de inflación indica claramente un objetivo

numérico de política monetaria, las perspectivas de inflación sugerían que un estímulo monetario mayor era realmente necesario para alcanzar dicha meta. Al situarse la tasa de interés de política monetaria en un valor muy cercano a cero, dicho estímulo debería ser implementado por medio de un mecanismo alternativo. En este sentido, existían claros y convincentes argumentos que indicaban que en el mundo real, inyectar dinero directamente a la economía contribuiría a generar dicho estímulo. Un año después, existe evidencia empírica, alguna relativamente sólida y otra más circunstancial, que indica que la PFC ha tenido el efecto deseado. Los precios de los activos se han incrementado sustancialmente, las empresas han recurrido ampliamente a los mercados de activos financieros y de deuda, el nivel de confianza se ha recuperado y las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas. Sin embargo, todavía existe un amplio camino por recorrer. Por otra parte, una gran cantidad de activos financieros adquiridos por el Banco de Inglaterra se han acumulado principalmente durante los últimos nueve meses. La mayor parte de su efecto en el gasto agregado nominal y en la inflación todavía está por venir. Por lo tanto, el Banco de Inglaterra todavía tiene mucho que aprender sobre el mecanismo de transmisión de dicha medida y sobre su impacto en el transcurso del próximo año.

Por su parte, a lo largo de 2010, el MPC decidió mantener invariable su tasa de interés de política monetaria (en 0.5%) y mantener un monto de compra de activos en £200,000 millones. En este sentido, es importante resaltar dos aspectos importantes. Primero, que el canal de portafolio rebalanceado implica que el estímulo principal de la PFC proviene del monto de previas adquisiciones de activos y no del flujo de compras adicionales. Por lo tanto, mantener el monto de compra de activos en £200,000 millones, conjuntamente con un bajo nivel de tasa de interés de política monetaria, debería continuar generando un estímulo sustancial a la economía en el mediano plazo. Segundo, el MCP se encuentra en la disposición de llevar a cabo un mayor número de compra de activos financieros si tal medida fuese necesaria. De igual manera que los cambios en la tasa de interés de política monetaria en períodos normales, una pausa en el proceso de relajamiento de la política monetaria no necesariamente implica que el proceso de relajamiento de la misma haya

llegado a su fin. Todo dependerá de la evolución de las perspectivas inflacionarias en el mediano plazo.

Tratando de ver hacia adelante, en algún momento el MPC necesitará reducir el nivel actual del estímulo monetario, el cual se encuentra excepcionalmente elevado. Algunos analistas han indicado que el Banco de Inglaterra, en relación con otros bancos centrales, no ha explicado en detalle su política de salida de la crisis. Sin embargo, esto refleja el hecho de que el Banco Central tiene mucho menos que comunicar. Por aparte, el MPC tiene dos instrumentos de política monetaria a través de los cuales puede retirar el estímulo monetario: incrementando la tasa de interés de política monetaria y vendiendo activos financieros. A diferencia de otros bancos centrales que han necesitado crear nuevos instrumentos para inyectar más recursos o alterar algunos mecanismos existentes para proporcionar mayores facilidades de liquidez, la estructura del marco operativo del Banco de Inglaterra implica que los dos instrumentos mencionados pueden ser utilizados en cualquier momento y en cualquier orden. Por lo tanto, la estrategia que estaría guiando las decisiones de política del MPC permanecerán sin cambio: la política monetaria continuará siendo determinada por las perspectivas de inflación en el mediano plazo en relación a su meta. Sin embargo, la decisión más difícil será decidir el momento del retiro del estímulo monetario, pero ese ha sido siempre el caso. La crisis financiera ha planteado nuevos cuestionamientos para la teoría y la práctica de la política monetaria. Un año y medio después de alcanzar el límite inferior de la tasa de interés de política monetaria y de haber iniciado la PFC, los académicos y los tomadores de decisiones tienen todavía mucho por aprender. El autor espera que este debate marque otro paso en esa dirección.

Referencias

- Andres, J.; Lopez-Salido, D.; and J. Nelson (2004). "Tobin's imperfect substitution in optimizing general equilibrium". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, No. 5, pages 665-90.
- Bernanke, B.; Reinhart, V.; y Sack, B. (2004). "Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment". *Brookings Papers on Economic Activity*; Issue 2, pages 1-78.
- Brunnermeir, M., y Pedersen, L. (2009).

"Markets liquidity and funding liquidity". *Review of Financial Studies*, Vol. 22 (6), pages 2201-38.

- Duffie, D.; Gârleanu, N.; y Pedersen, L. (2007). "Valuation in over-the-counter-markets". *The Review of Financial Studies*, Vol. 20.
- Del Negro, M.; Eggertsson, G.; Ferrero, A.; y Kiyotaki, N. (2009). "The great escape? A quantitative evaluation of the Fed's non-standard policies". Manuscript, Federal Reserve Bank of New York and Princeton University.
- Eggertsson, G., y Woodford, M. (2003). "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy". *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 212-219.
- Fisher, P. (2010). "The corporate sector and the Bank of England's asset purchases". *Association of Corporate Treasurers*, Winter Paper.
- Gertler, M., y Kiyotaki, N. (2009). "Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis". Manuscript, New York University and Princeton University.
- Kiyotaki, N., y Moore, J. (2008). "Liquidity, business cycles and monetary policy". Manuscript, Princeton University.
- Thomas, R. (1997). "The demand for M4: a sectoral analysis, part 2 – the corporate sector". *Bank of England Working Paper* No. 62.
- Tobin, J. (1958). "Liquidity preference as behavior towards risk". *The Review of Economic Studies*, Vol. 25, No. 2.
- Vayanos, D., y Weill, P-O (2008). "A search-based theory of the on-the-run phenomenon". *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 1361-98.
- Walsh, C. (2003). "Monetary theory and policy". *The MIT Press*.
- Woodford, M. (2003). "Interest and prices". *Princeton University Press*.