

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 3 de 2011

Apoyos monetarios cuantitativos y la regla de Taylor en la era pos-crisis (2011-2015)

A lo largo del 2010, muchos de los bancos centrales del mundo desarrollado terminaron siendo “capturados” por gobiernos que solicitaban salvamentos fiscales recurrentes. Primero fue el Fed de los Estados Unidos, quien no tuvo alternativa diferente a emitir recursos para apoyar los paquetes de salvataje del sector financiero por un monto estimado en 7% del PIB, denominado en su momento el *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Una vez se agotaron los “impulsos fiscales” de los alivios tributarios, al final de la era Bush y principios de la era Obama, se instituyó el *Temporary Liquidity Guarantee Program* (TLGP). Esto con el fin de otorgar liquidez a través de descontar papeles financieros de todo tipo en poder de las instituciones financieras con problemas de liquidez. Por último, el Fed anunció su *Quantitative Easing-II* en noviembre del 2010, a través del cual inyectará otros US\$600,000 millones al sistema, dada la persistencia del desempleo a tasas cercanas al 10% y una potencial amenaza de deflación (aunque la inflación subyacente continuaba relativamente estable a tasas del 1% anual).

En paralelo, se desarrolló el salvataje del Banco Central Europeo, quien decidió (a regañadientes) apoyar el mercado secundario de deuda pública de los PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España). Para finales del 2010, Alemania ya mostraba su rechazo a este tipo de prácticas e impulsaba nuevas reglas y condiciones para permanecer en la Zona Euro. Esto a medida que se incrementaba la probabilidad de un abandono de la Unión por parte de algunos de los PIIGS. Actualmente se habla de la necesidad de entrar a subsidiar el costo del stock de la deuda de Grecia, Irlanda y, probablemente, Portugal para hacer viable la sostenibilidad de una razón de deuda pública/PIB que ya amenaza con desbordar el 100%.

El BCE y el FMI jugarían un papel central en el financiamiento del “roll-over” de dicha deuda, agravando aún más la delicada posición de “independencia” que continúan clamando (en abstracto) los principales Bancos Centrales del mundo desarrollado (ver *Comentario Económico del día* 25 de noviembre de 2010). La pregunta de fondo a este respecto es: ¿Cómo se afectará la práctica de la política monetaria hacia el futuro, después de todos estos paquetes de salvamentos fiscales a manos de los “bancos centrales

Continúa

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

independientes"? ¿Cómo cambiará la utilización de la llamada Regla de Taylor, que en el corto plazo sólo contemplaba la “brecha del producto” y la “brecha de inflación” a la hora de determinar el nivel de la tasa repo-central de los bancos centrales?

El gráfico adjunto ilustra nuestra visión del problema que enfrentarán los bancos centrales a la hora de aplicar la Regla de Taylor en el período pos-crisis, seguramente en el segundo semestre del 2011. Como es sabido, dicha Regla postula que los puntos de equilibrio de largo plazo de la inflación y del producto-potencial corresponden a un valor de equilibrio de la tasa de interés repo-central, donde la “temperatura monetaria” es “perfecta”, ni muy caliente ni muy fría.

Tradicionalmente se asociaba ese punto de equilibrio de largo plazo, ese “goldilock”, con una determinada pendiente de la Regla de Taylor. Esto quiere decir que, en presencia de choques (crisis o auges), el equilibrio se restablecía a través de “operar” dicha Regla según determinadas elasticidades del producto y la inflación a movimientos en la tasa-repo. Pues bien, nuestra conjetura es que pos-crisis, tras esos TARP, TALP, QE2 y salvatajes PIIGS, probablemente la relación de mediano plazo de las Reglas de Taylor se han alterado para los Estados Unidos y Europa, luego el Fed y el BCE tendrán que encontrar esas nuevas “elasticidades” a la brechas producto-inflación y operar con nuevas Reglas de Taylor.

Lo anterior implicará tener que apretar más rápidamente la política monetaria frente a potenciales recalentamientos o rebrotes inflacionarios. En nuestro gráfico esa nueva Regla de Taylor aparece demarcada como C-C’ pos-crisis, cuando en el período pre-crisis se visualizaba como B-B’, indicando que los riesgos inflacionarios ahora son mayores en presencia de choques que estimulen la demanda agregada al alza. Dicho de otra manera, el período de “limpieza fiscal” de 2011-2015 que experimentarán Estados Unidos y Europa exigirá operar la Regla de Taylor con criterios más estrictos, de “rienda-corta”. Este es uno de los primeros legados que nos está dejando la Gran Recesión del período 2007-2010.

