

Bancos Centrales

Vuelve de nuevo el mandato de estabilidad financiera

Amanda Augustine / Kan Chen

- La estabilidad financiera resurgió como objetivo de la política monetaria después de la Gran Recesión
- Las pruebas indican que el efecto de las variables financieras sobre la macroeconomía varía con el tiempo
- La Reserva Federal ha dedicado la misma atención a la estabilidad financiera tanto en el mandato de Bernanke como en el de Yellen

Antes de la Gran Recesión causada por la crisis financiera mundial de 2007-09, el mandato dual de la Reserva Federal, es decir, la maximización del empleo y la estabilización de los precios, se ha considerado como la práctica de mayor éxito de los bancos centrales. Este mandato dual se expresó formalmente en la Ley de la Reserva Federal, que se enmendó en 1977 del siguiente modo:

"La Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y el Comité Federal de Mercado Abierto deberán mantener el crecimiento a largo plazo de las masas monetarias y crediticias en consonancia con el potencial a largo plazo de la economía para aumentar la producción, con el fin de promover eficazmente los objetivos de máximo empleo, precios estables y tasas de interés a largo plazo moderados."

Aunque el mandato dual pareció tener éxito en los años de la Gran Moderación (1985-2006), la Gran Recesión de 2007-2009 hizo que los responsables de los bancos centrales se plantearan el objetivo de la estabilidad financiera. Una importante lección de la recesión es que los bancos centrales deben actuar de forma más agresiva frente a los crecientes desequilibrios financieros. Smets (2014) ha realizado un excelente estudio que examina las diferentes opiniones sobre cómo pueden mitigar los bancos centrales las amenazas de la crisis financiera incorporando la estabilidad financiera a sus objetivos. El autor defiende que la estabilidad financiera debería ser un objetivo explícito de la política monetaria. Esta opinión también la comparten muchos reconocidos investigadores y responsables de los bancos centrales, en especial Woodford (2012), Reinhart y Rogoff (2013), Yellen (2014) y Diamond y Kashyap (2015).

Gráfica 1

Línea de tiempo seleccionada de mandatos de la Reserva Federal



Fuente: Reinhart y Rogoff (2013) y BBVA Research

Además, el énfasis en la estabilidad financiera podría recordarnos la primera época del Banco de la Reserva Federal. Cuando el Presidente Wilson firmó la Ley de la Reserva Federal original en 1913, la estabilidad financiera era el mandato principal del Banco de la Reserva Federal. Después de sufrir las crisis financieras de 1893 y 1907 y de ser rescatado repetidamente por el magnate de las finanzas J.P. Morgan, los Estados Unidos reintrodujeron finalmente el Banco de la Reserva Federal como “prestamista de última instancia”,¹ con el deber de actuar como estabilizador del sistema financiero y de mitigar las amenazas de los pánicos financieros. El mandato de estabilidad financiera del banco central fue claramente expresado en la Ley de la Reserva Federal original, que en realidad tiene el largo título de “Una ley para disponer el establecimiento de los Bancos de la Reserva, facilitar una moneda elástica, proporcionar los medios para el redescuento de pagarés, establecer una supervisión más eficaz de las actividades bancarias de los Estados Unidos y para otros fines”.

Vínculos que varían con el tiempo entre el sector financiero y la macroeconomía

Antes de la Gran Recesión, la estabilidad del sector financiero no era una de las principales preocupaciones de los bancos centrales, cuyos modelos de ejemplo prácticamente ignoraban la función de los intermediarios financieros.² Tal falta de interés en el sector financiero refleja el dominio del llamado “consenso de Jackson Hole”, que sostiene que la tarea principal del banco central es mantener la estabilidad de los precios mediante objetivos de inflación implícita y explícita y la orientación de expectativas, y que la regulación excesiva del sector financiero podría producir resultados no deseados.

Pero el efecto devastador de la crisis financiera durante la última recesión sugiere que los bancos centrales deberían ampliar su alcance y asumir más responsabilidad de la “supervisión macroprudencial”. Es decir, el banco central debería supervisar de un modo más proactivo la solidez del sector financiero y evitar que ocurra un grave desequilibrio financiero. Dos ejemplos notables son el marco reglamentario del Análisis y revisión integral de capital (CCAR), que impuso la Reserva Federal para evaluar el nivel de solvencia y los procesos internos de planificación de capital, y las normas de las Pruebas de estrés de la Ley Dodd-Frank, que exigen unos estándares de supervisión prudencial mejorados para mitigar las amenazas para la estabilidad financiera.

A pesar del creciente interés por el papel de la estabilidad financiera en la macroeconomía, existen relativamente pocos estudios sobre cómo afecta la situación financiera a la macroeconomía, y el tema se complica aún más con los patrones que varían con el tiempo de los vínculos entre las variables financieras y macroeconómicas. Es decir, el impacto de las variables financieras puede que sea insignificante durante las expansiones económicas, pero puede aumentar tremendamente cuando la economía está en recesión.

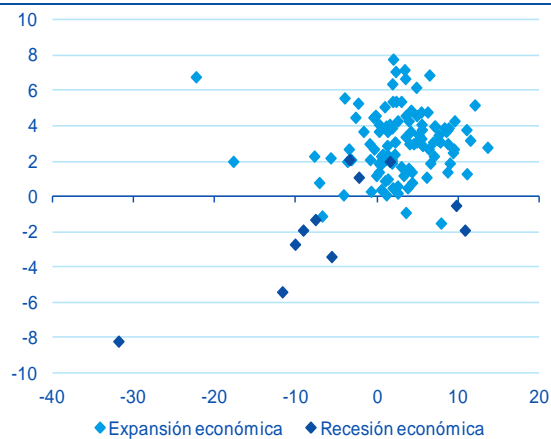
Usamos gráficas de dispersión para ilustrar las relaciones que varían con el tiempo entre el crecimiento del PIB real y las variables financieras (crecimiento del Índice S&P 500, Índice de volatilidad de la CBOE (VIX), curva de tasas y diferencial de crédito de bonos). Tal como muestran estas gráficas, los vínculos que varían con el tiempo son sólidos en nuestra elección de variables financieras. La gráfica 2 muestra que el crecimiento del S&P 500 y del PIB real no tiene una estrecha correlación durante las expansiones económicas. Por otra parte, la correlación es muy significativa durante las recesiones económicas. De forma similar, la gráfica 3 muestra la correlación que varía con el tiempo entre el crecimiento del PIB y el VIX, el “indicador del miedo” del mercado bursátil. Las gráficas 4 y 5 muestran la correlación que varía con el tiempo del crecimiento del PIB con la curva de tasas de los bonos del tesoro y el diferencial de crédito del mercado de bonos de alto rendimiento: dos medidas populares del estado de la economía.

¹ El anterior banco central (el Banco de Estados Unidos) no logró renovar sus estatutos bajo el mandato del Presidente Andrew Jackson y se convirtió en una institución privada en 1837. En consecuencia, los Estados Unidos no tuvieron banco central entre 1837 y 1913.

² Un influyente estudio de Smets y Wouters (2007) proporciona un análisis exhaustivo de los modelos de ejemplo usados por los principales bancos centrales mundiales antes de la Gran Recesión. Esos modelos pertenecen al marco nekeynesiano o de la Nueva síntesis neoclásica (NNS) y se basan en gran medida en Christiano, Eichenbaum y Evans (2005), que no incluyen al sector bancario.

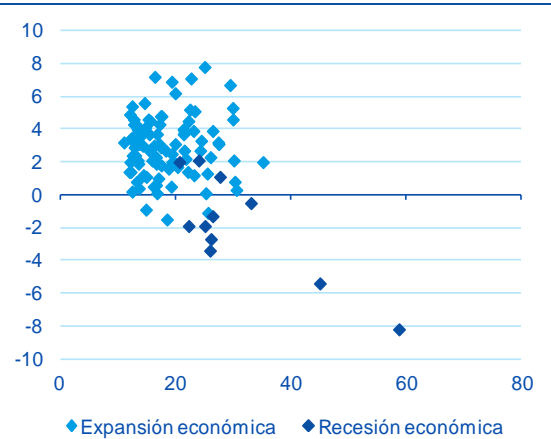
Realizamos además un análisis de autorregresión vectorial (VAR) con el crecimiento del PIB y las variables financieras anteriores y usamos variables ficticias para averiguar el impacto adicional de las variables financieras cuando la economía está en recesión. Nuestra descomposición de la varianza muestra que las variables financieras solo pueden representar menos del 10% del crecimiento del ingreso en periodos de expansión, mientras que pueden representar más del 40% en periodos de contracción. Cabe destacar que nuestros resultados son coherentes con las conclusiones de Davig y Hakkio (2010) de que el efecto negativo de la tensión financiera sobre la actividad económica es mayor y más duradero en una economía deprimida. Además, nuestros resultados están en consonancia con Prieto et al. (2016), que usa una autorregresión vectorial bayesiana con parámetros que varían con el tiempo y afirma que las crisis financieras contribuyen a un 20% de fluctuación del crecimiento del PIB en tiempos normales y a un 50% durante la Gran Recesión en EEUU.

Gráfica 2
Evolución del PIB real y S&P 500
%



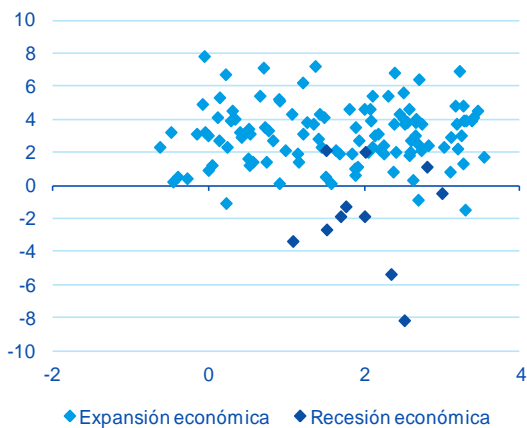
Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfica 3
Evolución del PIB real y VIX
% e índice



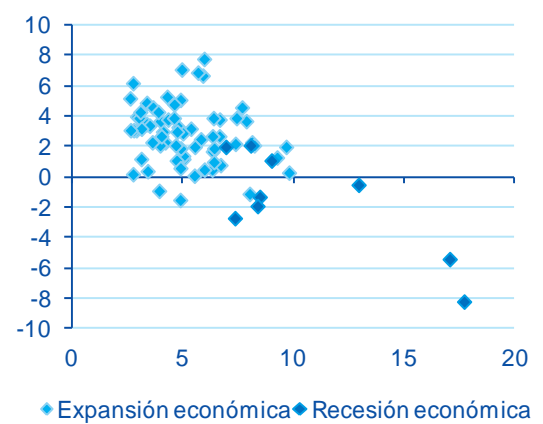
Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfica 4
Evolución del PIB real y curva de tasas de bonos del tesoro (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfica 5
Evolución del PIB real y curva de tasas de bonos de alto rendimiento (%)



Fuente: FRED y BBVA Research

Política monetaria y estabilidad financiera: modelos y palabras

Debido en gran medida a la complejidad del sector financiero, la incorporación explícita de la estabilidad financiera a los modelos estructurales de los bancos centrales todavía es un gran reto para los responsables de la política monetaria.³ En la actualidad, uno de los modelos más utilizados para abordar el problema de la estabilidad financiera es el modelo de “acelerador financiero” desarrollado por Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999). Este modelo respalda la idea de que pequeños cambios de las condiciones crediticias y financieras pueden producir grandes cambios de la economía, y hace hincapié en el papel del bucle o “loop” de retroalimentación entre la economía real y los intermediarios financieros. En otras palabras, cuando la economía se encuentra en periodos normales, los bancos cobran tasas de interés más bajas a las empresas debido a sus balances relativamente sólidos. Entonces, las empresas pueden aumentar sus inversiones y contribuir al crecimiento económico. Sin embargo, cuando existe una conmoción financiera negativa, este bucle funciona al revés, creando un círculo vicioso. El llamado canal del “acelerador financiero” implica que incluso una tensión financiera insignificante se puede agravar y afectar a la economía real. Por tanto, el banco central debería vigilar cualquier evento que pudiera provocar el deterioro del mercado financiero para evitar una recesión económica.

Otro modo de entender el proceso de toma de decisiones del Banco de la Reserva Federal es estudiar las minutas de las reuniones del FOMC mediante técnicas de explotación de textos. Si analizamos los patrones de palabras de las 33 minutas publicadas durante el mandato del anterior Presidente de la Reserva Federal Bernanke y de las 15 minutas durante el ejercicio de la actual Presidenta Yellen hasta la fecha, podemos medir cuánto hincapié hacen en la estabilidad, mercados financieros, mercado laboral, inflación y otros indicadores económicos durante los periodos de recesión y expansión. En las 33 minutas de Bernanke, las palabras “financiera” y “estabilidad” fueron mencionadas en 842 y 482 ocasiones, respectivamente. Situadas en el contexto del periodo principalmente recesivo del mandato de Bernanke, el uso exhaustivo de estos términos parece apropiado para la situación. Por otra parte, durante el mandato de Yellen, la palabra “financiera” se usó 372 veces y “estabilidad” 211 veces en tan solo 15 minutas de reuniones, lo que coincide con la media de Bernanke del número de menciones de estos términos por minuta. El uso de estos términos por parte de la Fed durante el ejercicio de Yellen sugiere que se presta igual atención al mandato de estabilidad financiera a pesar del periodo expansivo actual.

Gráfica 6
Nube de palabras de las minutas del FOMC en la era Bernanke



Fuente: FRB y BBVA Research

Gráfica 7
Nube de palabras de las minutas del FOMC en la era Yellen

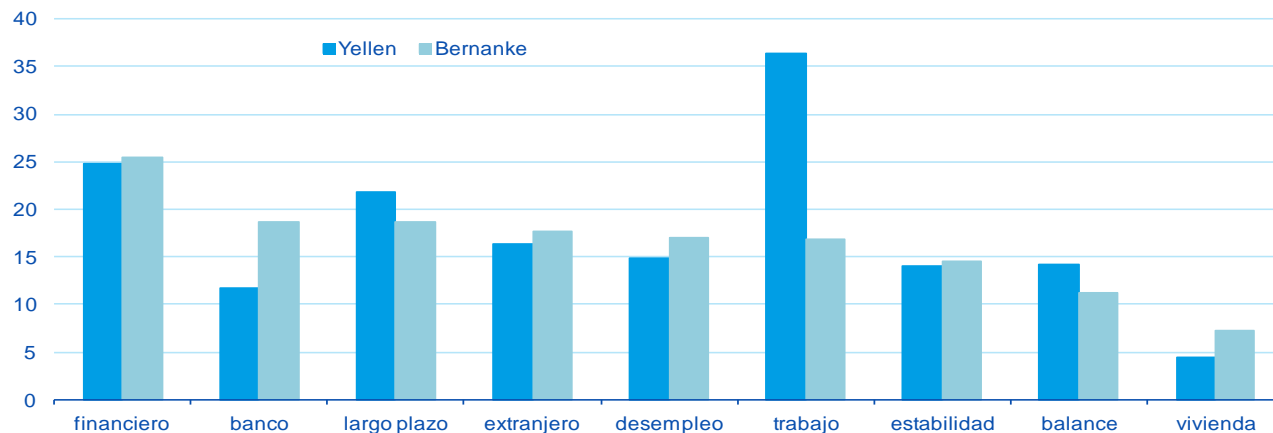


Fuente: FRB y BBVA Research

³ Por ejemplo, el modelo de ejemplo más reciente del Banco de Inglaterra, COMPASS, aún no incluye el sector financiero y, por tanto, las cuestiones de estabilidad financiera se tienen que modelar indirectamente en los denominados modelos “suite”.

Gráfica 8

Frecuencia de palabras por minuta de reunión del FOMC



Fuente: FRB y BBVA Research

Como se explicó anteriormente, el comportamiento del mercado financiero muestra escasa correlación con el crecimiento del PIB durante periodos de expansión. No obstante, los acontecimientos de Wall Street tienen mayor influencia en las decisiones de la Fed de la que tenían antes de 2007. Aunque la Fed parece hacer mucho hincapié en la situación financiera en la era Yellen, el énfasis en la estabilidad financiera podría ser un intento de estar atenta a los eventos que podrían desencadenar otra recesión para cumplir el mandato de estabilidad financiera de la Fed.

Conclusiones

Variables financieras como el comportamiento del mercado de valores, el diferencial de crédito corporativo y la curva de tasas muestran gran correlación con el crecimiento del PIB en periodos de recesión, pero reflejan poca correlación con la macroeconomía en periodos de expansión. Dicho esto, a pesar del hecho de que la economía se está recuperando actualmente, la Fed está dando tanta importancia a la estabilidad financiera como lo hizo durante la recesión, como reflejan las palabras de las minutas de sus reuniones. Esto sugiere la ampliación del mandato de la Fed, en especial después de la Gran Recesión, para incluir la supervisión continua del sector financiero con el fin de evitar el desequilibrio financiero y la futura contracción económica. Como consecuencia del mandato más amplio de la Fed, prevemos que las minutas de la reunión de abril de la Fed continuarán la tendencia de enfatizar las variables financieras, por ejemplo la reciente reducción de la volatilidad del mercado.

Referencias

- Bernanke, B.S., Gertler, M. y Gilchrist, S., 1999. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of macroeconomics*, 1, pp.1341-1393.
- Christiano, L.J., Eichenbaum, M. y Evans, C.L., 2005. Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy. *Journal of political Economy*, 113(1), pp.1-45.
- Davig, T. y Hakkio, C., 2010. What Is the Effect of Financial Stress on Economic Activity?. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 95(2), p.35.
- Diamond, D.W. y Kashyap, A.K., 2015. Liquidity requirements, liquidity choice and financial stability. *University of Chicago and National Bureau of Economic Research working paper*.
- Fernandez-Corugedo, E., Groth, C., Harrison, R., Monti, F., Theodoridis, K. y Waldron, M., 2013. *The Bank of England's forecasting platform: COMPASS, MAPS, EASE and the suite of models* (No. 471). Bank of England.
- Prieto, E., Eickmeier, S. y Marcellino, M., 2016. Time Variation in Macro-Financial Linkages. *Journal of Applied Econometrics*.
- Reinhart, C.M. y Rogoff, K.S., 2013. Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial. *American Economic Review*, 103(3).
- Smets, F., 2014. Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?. *International Journal of Central Banking*.
- Smets, F. y Wouters, R., 2007. Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach. *The American Economic Review*, pp.586-606.
- Woodford, M., 2012. *Inflation targeting and financial stability* (No. w17967). National Bureau of Economic Research.
- Yellen, J.L., 2014. Pursuing financial stability at the Federal Reserve. *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?*, 30, p.57.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.