

La Revisión de la Estrategia de Política Monetaria del BCE

Rafael Repullo

CEMFI

Banco de España

25 de noviembre de 2020

Introducción

- Estrategia de política monetaria del BCE
 - Acordada por el Consejo de Gobierno en 1998
 - Modificada marginalmente en 2003
- Cambios significativos ocurridos en estos 17 años
 - Tasa media de inflación desde 2008: 1,2% (<< 2%)
 - Enorme expansión del balance
 - Tipo de interés relevante: Facilidad de depósito
 - Tipo de interés negativo desde 2014

Anomalías de la estrategia actual

- Definición de la estabilidad de precios
 - Inflación inferior, pero próxima, al 2% en el medio plazo
- Estrategia de dos pilares
 - Pilar económico: perspectiva a corto-medio plazo
centrada en la actividad real y en los factores de costes
 - Pilar monetario: perspectiva a medio-largo plazo
centrada en el vínculo entre el dinero y los precios

Primer mensaje: corregir anomalías

- Modificar la definición de la estabilidad de precios
 - Fuente de confusión sobre la función de reacción
 - Propuesta: Objetivo de inflación del 2% en el medio plazo
- Abandonar el pilar monetario
 - Residuo de la época de gloria de los objetivos monetarios
 - Dificulta la comunicación
 - Desvía la atención hacia variables irrelevantes
 - Propuesta: Integrar el análisis monetario (y crediticio) en el análisis económico

Temas específicos

- Los tipos de interés negativos
- La implementación de la política monetaria
- La política monetaria y la estabilidad financiera
- Otros objetivos: crecimiento sostenible, cambio climático, etc.

Parte 1

Los tipos de interés negativos

Los tipos de interés negativos (i)

- Varios bancos centrales han fijado tipos de interés negativos
 - Con el fin de elevar la tasa de inflación hacia el objetivo
- Efectos secundarios (de la reducción de tipos de interés)
 - Distribución de la renta: perjudica a los ahorradores
 - Rentabilidad de la banca: efecto negativo cuando no se trasladan a los depósitos

Los tipos de interés negativos (ii)

- ¿Efectos negativos sobre la actividad?
 - El tipo de interés de reversión (“reversal interest rate”)
 - Tipo de interés por debajo del cual la política monetaria expansiva reduce la oferta de crédito
 - Brunnermeier y Koby (2018)
- El mecanismo de BK
 - Tipos más bajos reducen la rentabilidad bancaria
 - Reducen el capital (por debajo del tipo de reversión)
 - Reducen el crédito (cuando hay restricciones de capital)

Financial Times

Can further monetary stimulus still be effective?

Central banks should not fear 'reversal rate'

MARTIN SANDBU



The ECB: it is likely the debate will shift from the need for policy action to the effectiveness of any further monetary loosening © AP

Martin Sandbu OCTOBER 3 2019

El tipo de interés de reversión (i)

- Evidencia empírica limitada
 - Efectos relativos de la reducción de los tipos de interés
- Bancos con muchos depósitos prestan menos que bancos con pocos depósitos: Heider, Saidi y Schepens (2019)
- Bancos con poco capital prestan menos que bancos con mucho capital: Arce, García-Posada, Mayordomo y Ongena (2020)

El tipo de interés de reversión (ii)

- El análisis teórico
 - Supuestos discutibles en BK
 - Requisitos de capital no se corresponden con la regulación
 - Valor futuro del capital, no el valor actual (contable)
- La crítica de Repullo (2020)
 - No existe un único tipo de interés de reversión
 - Solo relevante para bancos con muchos depósitos
 - No hay reversión con requisitos de capital convencionales

Parte 2

La implementación de la política monetaria

El diseño original del BCE

- Mercado con un déficit estructural de liquidez
 - BCE inyectaba regularmente reservas
 - Subastas con número elevado de contrapartes
 - Ausencia de estigma
- Tipo de interés de la política monetaria (“policy rate”)
 - Tipo de las operaciones principales de financiación
 - Facilidades de depósito y de crédito muy marginales

La situación actual

- Mercado con un enorme exceso de liquidez estructural
 - Consecuencia de la expansión cuantitativa (QE)
 - + Operaciones de financiación a largo plazo
- Tipo de interés de la política monetaria (“policy rate”)
 - Tipo de la facilidad de depósito

¿El futuro?

- Probable continuidad del exceso de liquidez estructural
 - Irrelevancia de las operaciones principales de financiación
- Tipo de interés de la política monetaria (“policy rate”)
 - Tipo de la facilidad de depósito
- La gran incertidumbre
 - Posible entrada de las bigtech
 - Posible introducción del euro digital
 - Disminución de depósitos y de las reservas bancarias

Los instrumentos para el futuro

- Compleja situación actual + incertidumbres sobre el futuro
 - Conveniencia de un marco flexible
 - Muchos instrumentos sin un orden preestablecido
 - Utilizar instrumentos adecuados para cumplir el mandato

Parte 3

La política monetaria y la estabilidad financiera

El canal de asunción de riesgos (i)

- Expansión monetaria puede afectar a la estabilidad financiera
 - El canal de asunción de riesgos (“risk-taking channel”)
 - Borio y Zhu (2012)
- Evidencia empírica
 - Tipos bajos incentivan la asunción de riesgos
 - Jiménez, Ongena, Peydró y Saurina (2014)

El canal de asunción de riesgos (ii)

- El análisis teórico
 - Tipos bajos pueden amenazar la estabilidad financiera
 - Instrumentos macroprudenciales son respuesta apropiada
 - Salvo por desviación hacia intermediación no bancaria
 - Martinez-Miera y Repullo (2018, 2019)

Parte 4

Otros objetivos

El mandato del BCE

Artículo 105 del Tratado de la Unión Europea

El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) será mantener la estabilidad de precios.

Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos establecidos en el artículo 2.

El mandato del BCE

- Objetivo principal: estabilidad de precios
 - Orden lexicográfico
 - Primero estabilidad de precios, luego todo lo demás
- Un mandato dual (como el de la Reserva Federal) no es posible
 - Requeriría la reforma del Tratado
- Una interpretación “amplia” del mandato no es deseable
 - Cambio climático

La propuesta del informe del “cisne verde”

- “Los bancos centrales deben ser más proactivos para continuar cumpliendo sus mandatos de estabilidad de precios y financiera con horizontes temporales más largos de los habituales”
 - Integrar riesgos climáticos en la regulación prudencial
 - Invertir en el desarrollo de instrumentos analíticos
 - Contribuir a la coordinación de las políticas públicas

La advertencia de Jean Tirole

- “Debemos resistir la tentación de convertir las agencias gubernamentales en chicos para todo (“jacks of all trades”) y maestros de nada (“masters of none”)”
 - Utilizar instrumentos apropiados: impuesto al carbono
 - Las inversiones “verdes” tienen riesgo
 - No deben ser el nuevo “subprime”

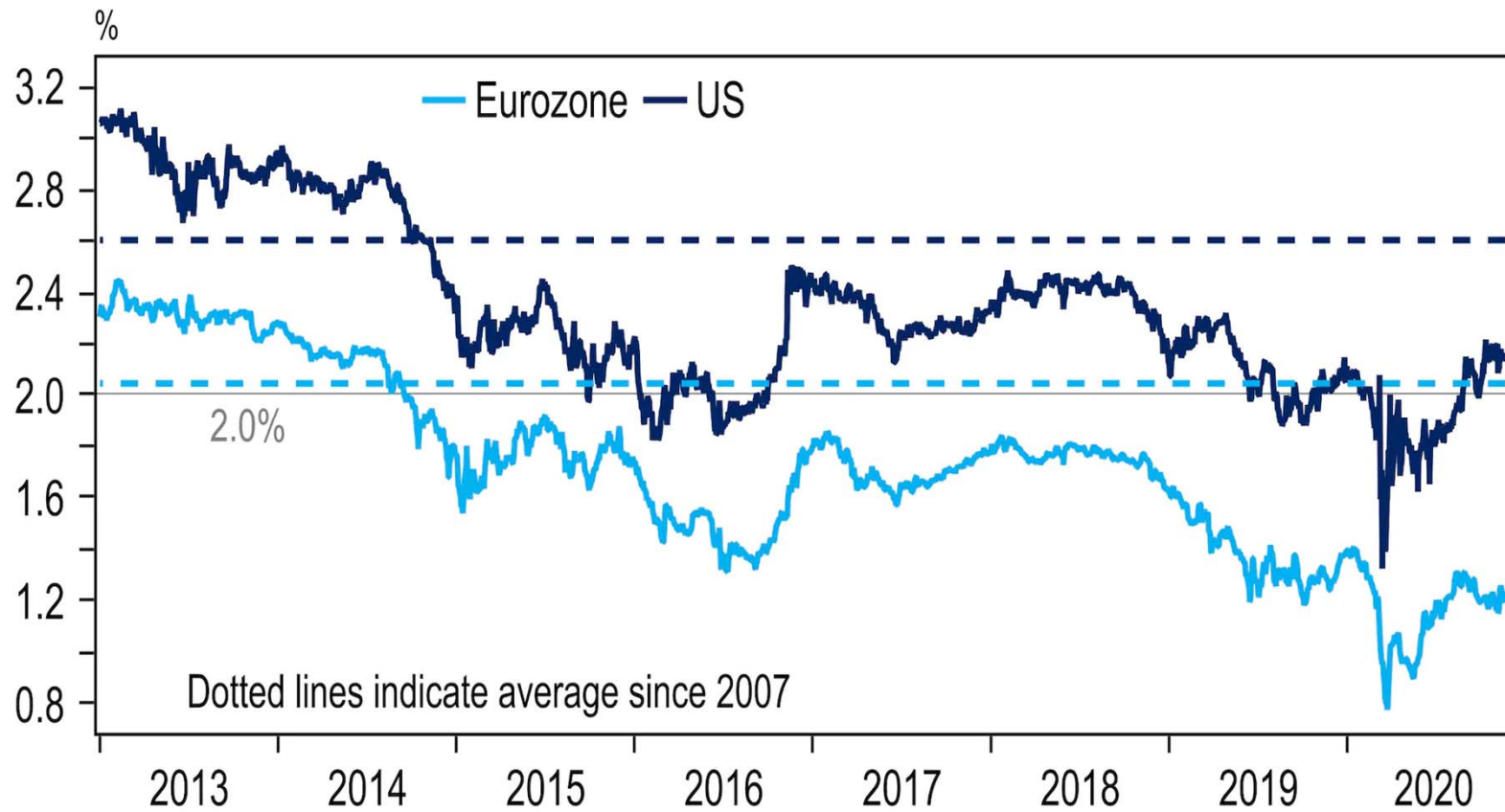
Comentario final

Comentario final

- Revisión de la estrategia de política monetaria muy deseable
 - Corregir anomalías
 - Reflejar la realidad de la actuación del BCE
 - Facilitar la comunicación
- La revisión de la estrategia no es una panacea
 - La inflación no a va subir con un objetivo más alto
 - No es conveniente generar expectativas irreales

Expectativas de inflación

5y5y Inflation Swaps



Some references

- Arce, O., M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2020), “Adapting Lending Policies in a “Negative-for-Long” Scenario.”
- Bolton, P., et al. (2020), “The Green Swan.”
- Borio, C., y H. Zhu (2012), “Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy,” *Journal of Financial Stability*.
- Brunnermeier, M., y Y. Koby (2019), “The Reversal Interest Rate.”
- Heider, F., F. Saidi y G. Schepens (2019), “Life below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates,” *Review of Financial Studies*.
- Jimenez, G., S. Ongena, J.-L. Peydro y J. Saurina (2014), “Hazardous Times for Monetary Policy,” *Econometrica*.
- Martinez-Miera, D., y R. Repullo (2018), “Markets, Banks, and Shadow Banks.”
- Martinez-Miera, D., y R. Repullo (2019), “Monetary Policy, Macroprudential Policy, and Financial Stability,” *Annual Review of Economics*.
- Repullo, R. (2020), “The Reversal Interest Rate: A Critical Review.”
- Tirole, J. (2019), “Institutional and Economic Challenges for Central Banking.”