

El dilema entre el combate contra la inflación y la estabilidad financiera: la FED en la encrucijada

Ernesto Talvi | Investigador senior asociado, Real Instituto Elcano.

Tema¹

Los sucesos recientes que se desencadenaron a raíz de la quiebra del SVB, pusieron de pleno sobre la mesa un debate que sólo se insinuaba: el dilema que afrontan los bancos centrales entre la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero. ¿Existe realmente tal dilema?

Resumen

Los dos objetivos, el del combate contra la inflación y la estabilidad financiera, no entran en conflicto si el origen de la inestabilidad del sistema financiero es una crisis de liquidez. En tal caso, la acción temporal de los bancos centrales utilizando instrumentos para actuar como prestamistas de última instancia, proveyendo liquidez al sistema financiero, resuelve el problema.

El conflicto entre los dos objetivos puede aparecer si los problemas de las instituciones financieras son de solvencia y sistémicos. De darse una crisis de solvencia sistémica, de las que América Latina tiene vasta experiencia, resulta muy difícil movilizar capital y/o recursos fiscales con la celeridad que la situación requiere. Tampoco es realista intervenir un número significativo de instituciones financieras.

Sin esas herramientas a su disposición, la Reserva Federal (FED) puede recurrir temporalmente a inyecciones de liquidez para intentar estabilizar la situación de inestabilidad financiera, para la cual este instrumento no está diseñado. Eventualmente, y ante una crisis sistémica, la FED podría verse forzada a abandonar su objetivo de inflación y permitir una convergencia más gradual hacia el objetivo final del 2%, si es que éste último no se eleva también.

Análisis

Los sucesos recientes que se desencadenaron a raíz de [la quiebra del SVB](#), pusieron de pleno sobre la mesa un debate que sólo se insinuaba: el dilema que afrontan los bancos centrales entre la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero.

La rápida subida de las tasas de interés, el instrumento fundamental para combatir la espiral inflacionaria que se desencadenó a mediados de 2021, produjo caídas abruptas en los títulos de renta fija que, en el caso del SVB, resultaron en una pérdida total de su

¹ Agradezco a Pablo Ottonello y a [José Pablo Martínez](#) por una estimulante discusión sobre la primera versión de este documento. Cualquier error es responsabilidad del autor.

capital, precipitando una estampida contra sus depósitos. El contagio afectó a otros bancos regionales de EEUU y las ondas expansivas se hicieron sentir a nivel global, siendo la “caída” del Crédit Suisse el hecho más simbólico.

¿Existe realmente tal dilema? Depende de la naturaleza del problema.²

Objetivo de inflación y crisis de liquidez

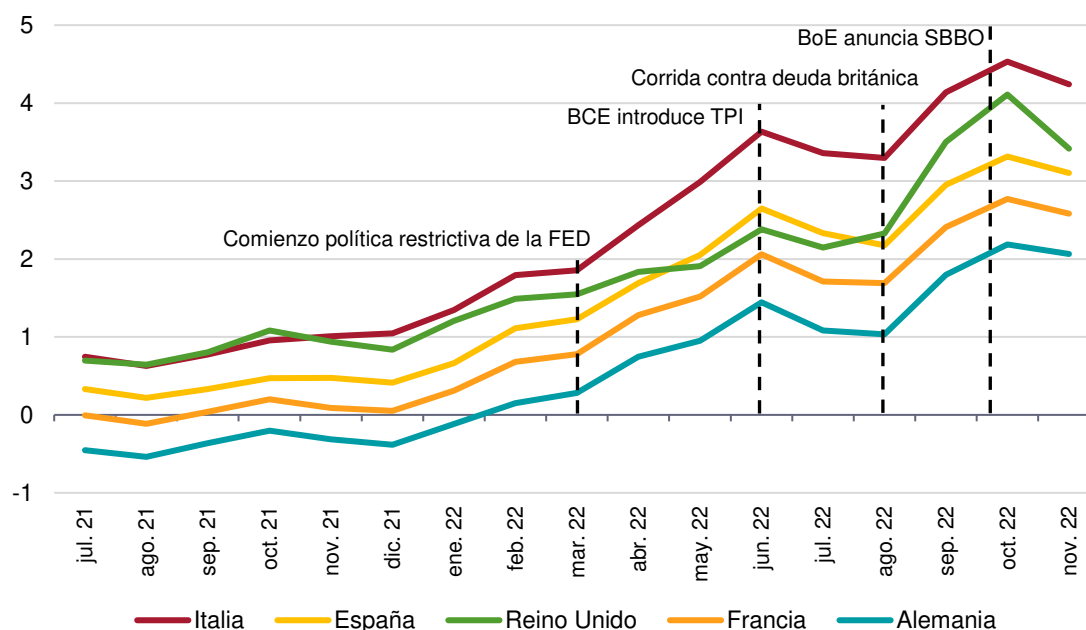
Si de lo que se trata es de resolver un problema temporal de liquidez, el dilema –en principio– no existe. El clásico principio del economista holandés [Jan Tinbergen](#) se aplica aquí: por cada objetivo de política económica se precisa un instrumento independiente. Los bancos centrales pueden utilizar la tasa de interés para el objetivo de hacer converger la inflación al nivel deseado, y sus facilidades como prestamista de última instancia, existentes o nuevas, para intervenir cuando se producen crisis de liquidez.

Hay varios ejemplos recientes de este *modus operandi*.

En marzo de 2022, al comienzo del endurecimiento de la política monetaria en EEUU y [la subida de tasas de la FED](#), la tasa de interés de la deuda italiana y los *spreads* sobre los bonos del Tesoro Alemán ascendieron de manera abrupta (véase la Figura 1). En respuesta, el BCE anunció un nuevo instrumento, el [Transmission Protection Instrument](#) (TPI), que fue activado para contrarrestar “dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas, no relacionadas con los fundamentos específicos del país en cuestión”. En buen romance, el BCE intervendría comprando bonos, en este caso soberanos, cuando interprete que la situación no está relacionada a un problema de solvencia sino de iliquidez temporal. Más aún, el TPI no restringe *ex ante* la escala de las intervenciones, que dependerán de la severidad de “los riesgos de fragmentación en la transmisión de la política monetaria”. Un cheque en blanco para comprar deuda italiana (o cualquier otra en su misma situación) a discreción del BCE y que, a diferencia del mecanismo de las *Outright Monetary Transactions* (OMT), tiene [una condicionalidad mucho menos exigente](#).

² Para una perspectiva alternativa a la presentada en este análisis véase Judith Arnal (2023), “Estabilidad financiera y estabilidad de precios: dos caras de la misma moneda”, ARI, Real Instituto Elcano, 10/IV/2023, <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/estabilidad-financiera-y-estabilidad-de-precios-dos-caras-de-la-misma-moneda/>.

Figura 1. Tipos de interés en Europa (bono soberano a 10 años, en %), 2021-2022

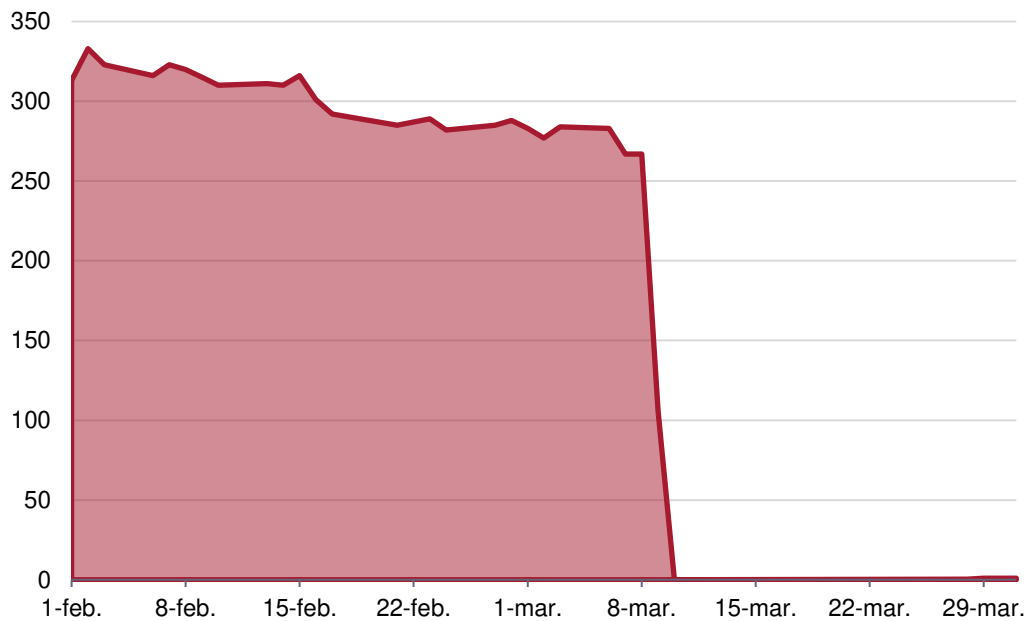


Fuente: Federal Reserve Bank of St Louis.

En la estampida contra los títulos de deuda pública del Reino Unido (más conocidos como *gilts*) en septiembre-octubre de 2022 (véase la Figura 1), el Banco de Inglaterra no necesitó de giros verbales para actuar con decisión: interrumpió su programa de *Quantitative Tightening* (QT) y anunció una *Special Bond Buying Operation* (SBBO) de hasta 65 billones de libras esterlinas por un período de dos semanas, para calmar a los mercados de tal manera que mitigara “los riesgos significativos a la estabilidad financiera del Reino Unido”.

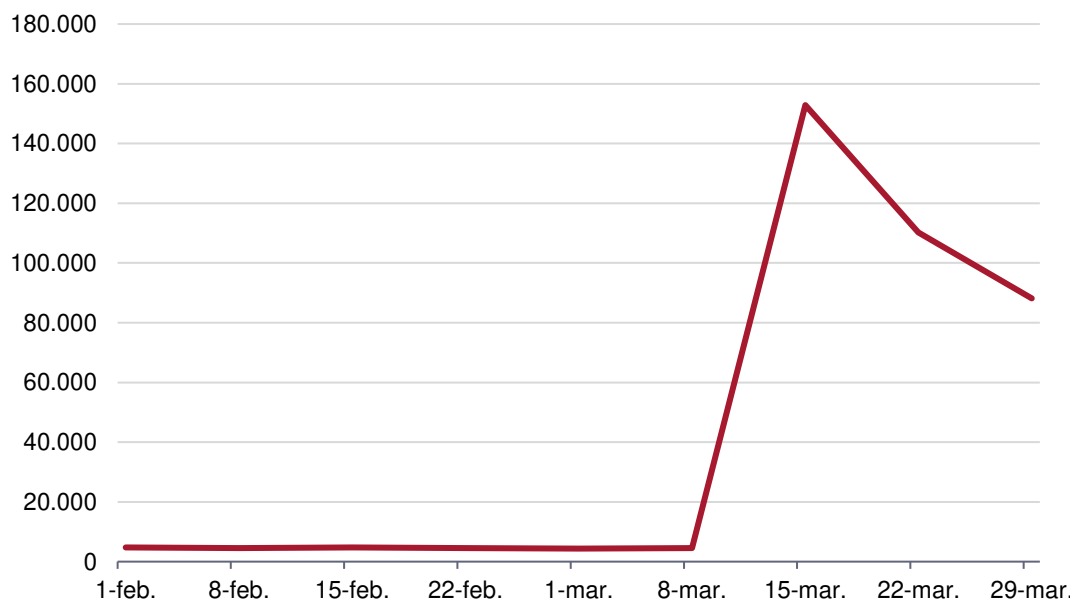
Cuando se produjo la *estampida contra el SVB*, la Reserva Federal puso en marcha un nuevo mecanismo de préstamos para los bancos no sistémicos con el fin de garantizar que pudieran hacer frente a los retiros de fondos de los depositantes. El *Bank Term Funding Program* (BTFP) de la FED proporcionó líneas de liquidez de hasta un año y 25.000 millones de dólares, tomando como garantía bonos respaldados por el gobierno y valorando los bonos a la par, una medida sin precedentes. Independientemente del BTFP, en los días siguientes los bancos estadounidenses recurrieron a la facilidad de crédito primario de la FED (un programa de préstamos disponible para las instituciones depositarias que se encuentran en una situación financiera generalmente sólida) con mayor intensidad que durante la crisis de 2008 (véanse las Figuras 2 y 3).

Figura 2. Cotización del SVB (US\$/acción)



Fuente: Investing.com.

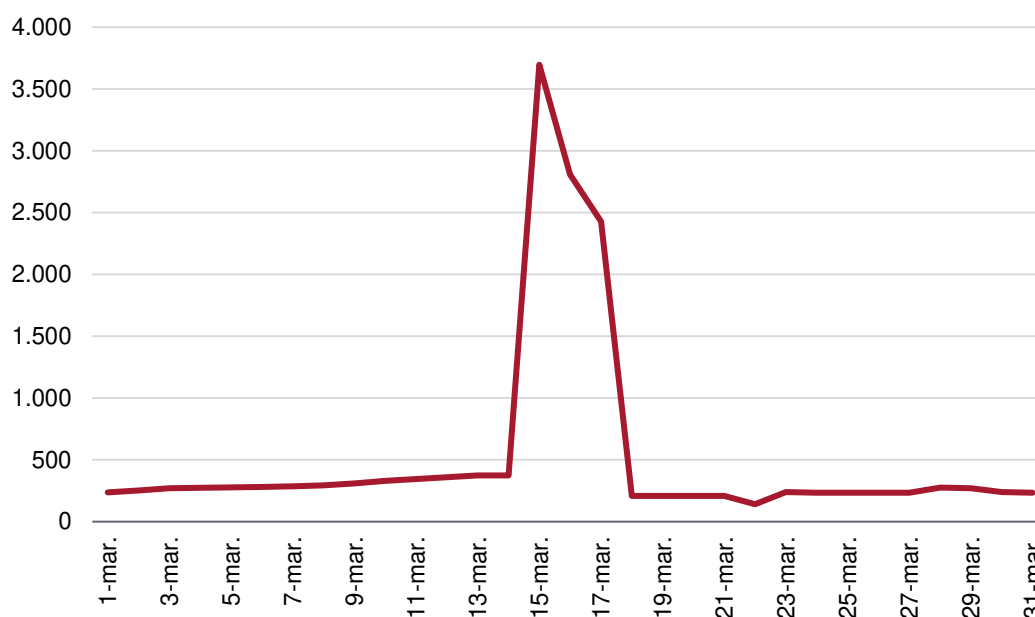
Figura 3. Facilidad de crédito primario de la FED (US\$ mn)



Fuente: Federal Reserve Bank of St Louis.

Cuando los principales bancos europeos se vieron afectados por la crisis del SVB, y una vez que se supo que un accionista clave de *Crédit Suisse* se negaba a inyectar capital y se dispararon los precios de los *Credit Default Swaps* (CDS), el [Banco Nacional Suizo concedió a *Crédit Suisse*](#) una línea de liquidez de hasta 100.000 millones de francos suizos (véase la Figura 4).

Figura 4. CDS Crédit Suisse (1 año, en puntos básicos)



Fuente: Investing.com.

En todos estos casos los bancos centrales actuaron de manera decidida y decisiva como prestamistas de última instancia ante una crisis de liquidez para estabilizar el sistema financiero. Y lo hicieron sin afectar la dinámica del instrumento utilizado en el combate contra la inflación. Tanto el BCE como la FED aumentaron la tasa de interés en medio de la tormenta del SVB, dando una señal clara sobre cómo utilizarían los distintos instrumentos a su disposición. Tampoco el Banco de Inglaterra recurrió a la reducción de la tasa de interés cuando se desató la estampida contra los *gilts*.

Dos instrumentos para dos objetivos. Lo cual, si la estampida se detiene, como ocurrió en los casos descritos anteriormente, la expansión monetaria que implican las intervenciones de los bancos centrales como prestamistas de última instancia son temporales, y no entran en conflicto con la política de tasas de interés y el objetivo inflacionario.

Objetivo de inflación y crisis de solvencia

Este conflicto podría presentarse si la crisis del sistema financiero es de solvencia y es sistémica.

Ante una crisis de solvencia de una institución bancaria individual, lo que se necesita es recapitalizarla, por la vía de una inyección de capital de sus accionistas, o por la absorción del banco insolvente por parte de otras instituciones financieras. Si ninguna de estas opciones está disponible, queda siempre la opción de que el banco sea intervenido por las autoridades y proceder a una transición o liquidación ordenada del banco en cuestión.

Esto último fue [lo que ocurrió con el SVB](#). El FDIC tomó el control del banco, destituyó a su cúpula directiva y casi simultáneamente se anunció una garantía total para todos los depósitos mantenidos en SVB, incluidos los no asegurados, lo que eventualmente podría involucrar recursos fiscales. De hecho, la garantía total de los depósitos se extendió a todos los bancos sistémicamente relevantes.

En el caso de *Crédit Suisse* y a pesar de lo irregular de un proceso en el que los tenedores de bonos convertible contingentes (*CoCos*) perdieron la totalidad de su inversión y los accionistas no fueron consultados, a instancias de las autoridades económicas suizas se optó por la solución de que el banco fuera [absorbido por el UBS](#).

Estos casos puntuales fueron resueltos de acuerdo con lo que indica el manual. La asistencia de liquidez se puso a disposición de bancos solventes afectados por contagio, y los bancos insolventes fueron rápidamente encapsulados, recapitalizados y absorbidos en un caso o intervenidos en el otro.

El conflicto entre el objetivo de inflación y la estabilidad financiera se puede presentar en el caso de que la crisis de solvencia tome proporciones sistémicas. En las actuales circunstancias este no es un asunto menor en la medida en que la subida en las tasas de interés ha generado pérdidas considerables en los activos de renta fija de las instituciones financieras, afectando su base de capital. [De acuerdo con la FED](#), los bancos estadounidenses tenían 620,4 billones de dólares en pérdidas no realizadas sólo en sus carteras de bonos, casi un 30% del capital. Otros créditos de renta fija –como los préstamos inmobiliarios residenciales o comerciales– están actualmente en el foco de los bancos centrales.

De darse una crisis de solvencia sistémica, [de las que América Latina tiene vasta experiencia](#), resulta muy difícil movilizar capital y/o recursos fiscales con la celeridad que la situación requiere. Tampoco es realista intervenir un número significativo de instituciones financieras.

Sin esas herramientas a su disposición, la FED puede recurrir temporalmente a inyecciones de liquidez para intentar estabilizar la situación de inestabilidad financiera, para la cual este instrumento no está diseñado. Eventualmente, y ante una crisis sistémica, la FED podría verse forzada a abandonar su objetivo de inflación y permitir una convergencia más gradual hacia el objetivo final del 2%, si es que éste último no se eleva también. Este accionar sería consistente con lo que se observa en episodios en donde la inflación aumenta de manera significativa y que han sido recientemente documentados por [Blanco, Ottonello y Ranosova \(2023\)](#): los episodios de aceleración de la inflación tienden a ser persistentes, con una duración de la desinflación tres veces superior a la del aumento inicial de la inflación.

Tal como sosteníamos en nuestro artículo de [Project Syndicate](#) de septiembre del año pasado:

“Ante la disyuntiva de permitir que la inflación exceda su objetivo o aumentar los tipos de interés sustancialmente por encima de los niveles de inflación actuales, la Reserva Federal optará por lo primero. La razón es sencilla: elegir lo segundo podría desencadenar una crisis financiera y económica.”

Seguimos pensando lo mismo.

Conclusiones

Los dos objetivos, el del combate contra la inflación y la estabilidad financiera, no entran en conflicto si el origen de la inestabilidad del sistema financiero es una crisis de liquidez. En tal caso, la acción temporal de los bancos centrales –utilizando instrumentos para actuar como prestamistas de última instancia proveyendo liquidez al sistema financiero– resuelve el problema.

El conflicto entre los dos objetivos puede aparecer si los problemas de las instituciones financieras son de solvencia y sistémicos. En tal caso, la FED podría verse forzada a abandonar su objetivo de inflación y permitir una convergencia más gradual hacia el objetivo final del 2%, si es que éste último no se eleva también.