

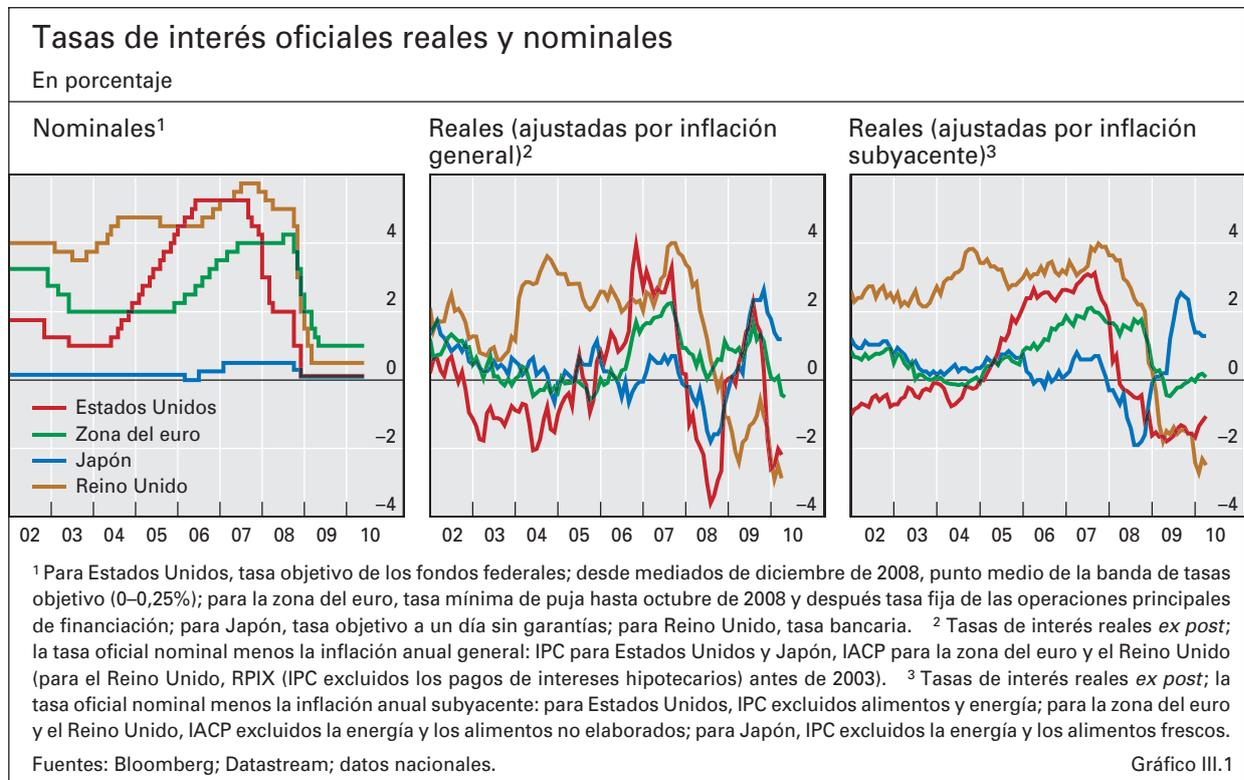
### III. Tasas de interés bajas: ¿más riesgos que ventajas?

La primera reacción de los bancos centrales de todo el mundo ante la desaceleración económica provocada por las turbulencias financieras fue recortar de forma drástica las tasas de interés. Como consecuencia, las tasas oficiales en las principales economías avanzadas oscilan en la actualidad entre cero y 1%, por lo que no queda margen, o muy escaso, para realizar recortes adicionales si hubiera que afrontar nuevas perturbaciones negativas (véase el Gráfico III.1). En términos reales, las tasas están en niveles cercanos a cero en la zona del euro y son negativas en el Reino Unido y Estados Unidos. En Japón, la leve deflación ha vuelto a situar las tasas reales por encima de cero.

Durante la crisis, los bancos centrales recortaron sus tasas de interés de referencia...

Conforme la crisis empeoraba, los bancos centrales adoptaron medidas no convencionales para evitar lo que muchos temían podría convertirse en una segunda Gran Depresión<sup>1</sup>. Entre otras medidas, facilitaron abundante liquidez en moneda local, emplearon *swaps* para proveer de moneda extranjera a instituciones locales e intervinieron en los mercados de renta fija. Dichas

... y adoptaron medidas no convencionales



<sup>1</sup> Sobre medidas de política monetaria no convencionales, véanse C. Borio y P. Disyatat, «Unconventional monetary policies: an appraisal», *BIS Working Papers*, n° 292, noviembre de 2009; y BPI, *79° Informe Anual*, junio de 2009, Capítulos III y IV.

medidas inflaron de forma significativa los balances de los bancos centrales y modificaron su composición (Gráfico II.4). Los gobiernos complementaron la respuesta de la banca central apoyando a instituciones financieras concretas e introduciendo importantes estímulos fiscales (véase el Capítulo V).

Las autoridades han comenzado a considerar la salida

En los primeros meses de 2010, cuando parecía que el peligro de colapso financiero había pasado y que el entorno macroeconómico avanzaba hacia la recuperación, las autoridades de las principales economías avanzadas comenzaron a evaluar las distintas opciones para salir de la situación en la que las había dejado la crisis<sup>2</sup>. Si bien los problemas del mercado de deuda soberana griega y la consiguiente turbulencia de abril y mayo llevaron a algunos bancos centrales a revisar los plazos previstos para estas decisiones, el compromiso con respecto a una futura salida no ha cambiado. Sigue siendo cierto que el momento de abandonar la política monetaria no convencional puede determinarse con independencia del momento en que se decida comenzar a normalizar las tasas de interés, aunque la secuencia exacta de ambas decisiones probablemente variará de una economía a otra, en función de la velocidad de la recuperación relativa en los mercados financieros y en la actividad real.

Las tasas de interés bajas y las políticas monetarias no convencionales provocan distorsiones...

Al tomar estas decisiones, las autoridades deberán tener en cuenta las distorsiones que provoca un periodo dilatado de relajación monetaria. Después de todo, son muchos quienes han señalado que haber mantenido las tasas de interés bajas durante mucho tiempo fue uno de los factores que contribuyó a la crisis (véase BPI, *79º Informe Anual*, Capítulo I). Al mismo tiempo, deberían prestar especial atención a las distorsiones que causa el uso de herramientas de política monetaria no convencionales, como por ejemplo las distorsiones de precios que pueden crearse en los mercados de bonos al cambiar los bancos centrales sus criterios sobre el colateral admisible en operaciones *repo* o al comprar activos. Unos precios artificialmente altos de los activos en ciertos mercados podrían retrasar la necesaria reestructuración de los balances del sector privado. También surgen distorsiones en la actividad de los mercados por la mayor intermediación de los bancos centrales durante la crisis. Más aún, las compras de activos han expuesto a los bancos centrales a un riesgo de crédito considerable que, unido al cambio en la composición de los balances, podría exponerlos a presiones políticas.

... que podrían ocasionar problemas en el futuro

La experiencia histórica apenas ofrece orientación sobre la trascendencia económica de los efectos secundarios asociados a políticas monetarias no convencionales. Por el contrario, sí existe evidencia de las distorsiones derivadas de unas bajas tasas de interés. En este capítulo se examinan estos riesgos en el contexto actual y se argumenta que, de no ser abordados pronto, podrían crear problemas tanto a escala nacional como internacional. Dicha argumentación se basa en conclusiones del periodo previo a la crisis financiera de 2007–09 y en la experiencia de Japón desde mediados de los 90.

<sup>2</sup> Algunas herramientas de política monetaria no convencionales ya han finalizado formalmente o han ido desapareciendo de forma natural con el inicio de la recuperación en los mercados.

## Efectos secundarios nacionales de las bajas tasas de interés

Los episodios anteriores de tasas de interés bajas sugieren que una política monetaria laxa puede estar relacionada con auges del crédito, encarecimiento de los activos, estrechamiento de los diferenciales de riesgo y búsqueda de rendimiento. Conjuntamente, todo ello provocó asignaciones de recursos extremadamente inadecuadas durante los años previos a la crisis, como refleja el crecimiento excesivo del sector financiero y de la construcción. Los ajustes estructurales requeridos resultan costosos y exigen tiempo.

Las bajas tasas de interés provocaron asignaciones de recursos inadecuadas antes de la crisis...

En el contexto actual, las bajas tasas de interés generan además otras inquietudes, puesto que van acompañadas de tasas a largo plazo bastante más elevadas. Esto podría conllevar una creciente exposición al riesgo de tasa de interés y retrasos en la reestructuración de los balances, tanto del sector privado como del público. La situación se complica aún más al considerar que las bajas tasas de interés podrían haber mermado de forma duradera la actividad en el mercado monetario, lo que haría más delicado el abandono de la política monetaria expansiva.

... y ahora están retrasando los ajustes necesarios

### *Disminución del riesgo medido y percibido*

Los modelos económicos al uso predicen que una disminución de las tasas de interés reales, si se prevé sostenida, acelerará el crecimiento del crédito. Esta disminución eleva asimismo los precios de los activos al reducir la tasa de descuento de los flujos de caja futuros. *Ceteris paribus*, esto conduce a un aumento del valor de las garantías, lo que podría inducir a las instituciones financieras a otorgar más crédito y a aumentar su propio apalancamiento para adquirir activos de mayor riesgo. El aumento de precio de los activos también suele asociarse a una menor volatilidad de precios, lo que se refleja en valores menores para las medidas del riesgo de cartera más habituales, como el valor en riesgo (VaR)<sup>3</sup>. Estos factores engrosan a su vez el volumen de capital invertido en activos de riesgo y los precios de los activos, y estrechan aún más los diferenciales de riesgo medido.

Las bajas tasas de interés afectan a la valoración y a la percepción del riesgo

En general, este mecanismo se considera como uno de los principales impulsores de la revalorización de los activos y del estrechamiento de los diferenciales de riesgo observados en el periodo previo a la crisis financiera de 2007–09. La crisis trajo luego consigo mayores primas por riesgo, un marcado descenso del valor de los activos, incrementos del VaR y pérdidas para los inversionistas, entre ellos algunos muy apalancados que no estaban en condiciones de asumirlas. La reversión de precios obligó a reponer garantías y desató ventas masivas que generaron caídas de precios aún mayores.

Esto contribuyó al aumento de los precios de los activos antes de la crisis...

A partir de la primavera de 2009, la rápida recuperación de las bolsas mundiales y la revalorización de la vivienda en muchas economías (con la excepción de la zona del euro y Japón) estuvieron acompañadas por la

... y podría estar operando de nuevo

<sup>3</sup> Sobre los efectos de una política monetaria laxa sobre las medidas VaR, véase T. Adrian y H. S. Shin, «Financial intermediaries and monetary economics», en Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, n° 398, octubre de 2009. Puede encontrarse evidencia empírica de la mayor asunción de riesgo por los bancos comerciales cuando la política monetaria es laxa en Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «Does monetary policy affect bank risk-taking?», *BIS Working Papers*, n° 298, marzo de 2010.

reducción de los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos y de otras primas por riesgo (Gráficos II.1 y III.2, paneles superiores), aunque desde entonces algunos de los indicadores de riesgo han vuelto a repuntar a raíz de la crisis de la deuda soberana griega. Los datos disponibles sobre VaR muestran que el riesgo medido por las pérdidas potenciales derivadas de las carteras de negociación de los bancos sigue siendo elevado (Gráfico III.2, panel inferior izquierdo). Al mismo tiempo, uno de los objetivos principales de las medidas adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos durante la crisis de 2007–09 fue detener el desplome de los precios de los activos y reducir el riesgo de insolvencia. Siendo así, el alza generalizada de los precios de los activos y la reducción de los diferenciales de riesgo en 2009 y los primeros meses de 2010 podrían reflejar tanto el éxito de estas políticas como una nueva acumulación de riesgos potencialmente excesiva en las inversiones de cartera.

### *Búsqueda de rentabilidad*

Las tasas oficiales bajas pueden provocar la búsqueda de rentabilidad

La acumulación de riesgo en una cartera de inversión también puede ser el resultado de la búsqueda de rentabilidad, cuando unas bajas tasas de interés oficiales en términos nominales llevan a los inversionistas a asumir mayor riesgo en pro de rendimientos nominales más altos<sup>4</sup>. En los años anteriores a la crisis financiera, muchos inversionistas tenían como objetivo una tasa de rentabilidad nominal que les parecía adecuada atendiendo al pasado reciente. Además, los inversionistas institucionales, como aseguradoras y fondos de pensiones, se vieron presionados para cumplir con compromisos implícitos o contractuales que adquirieron con sus clientes cuando el rendimiento nominal era mayor, y se propusieron obtener esos rendimientos en oportunidades de inversión alternativas. El hecho de que numerosos planes de remuneración estuvieran vinculados a rentabilidades nominales también contribuyó a este proceso de búsqueda de rendimiento.

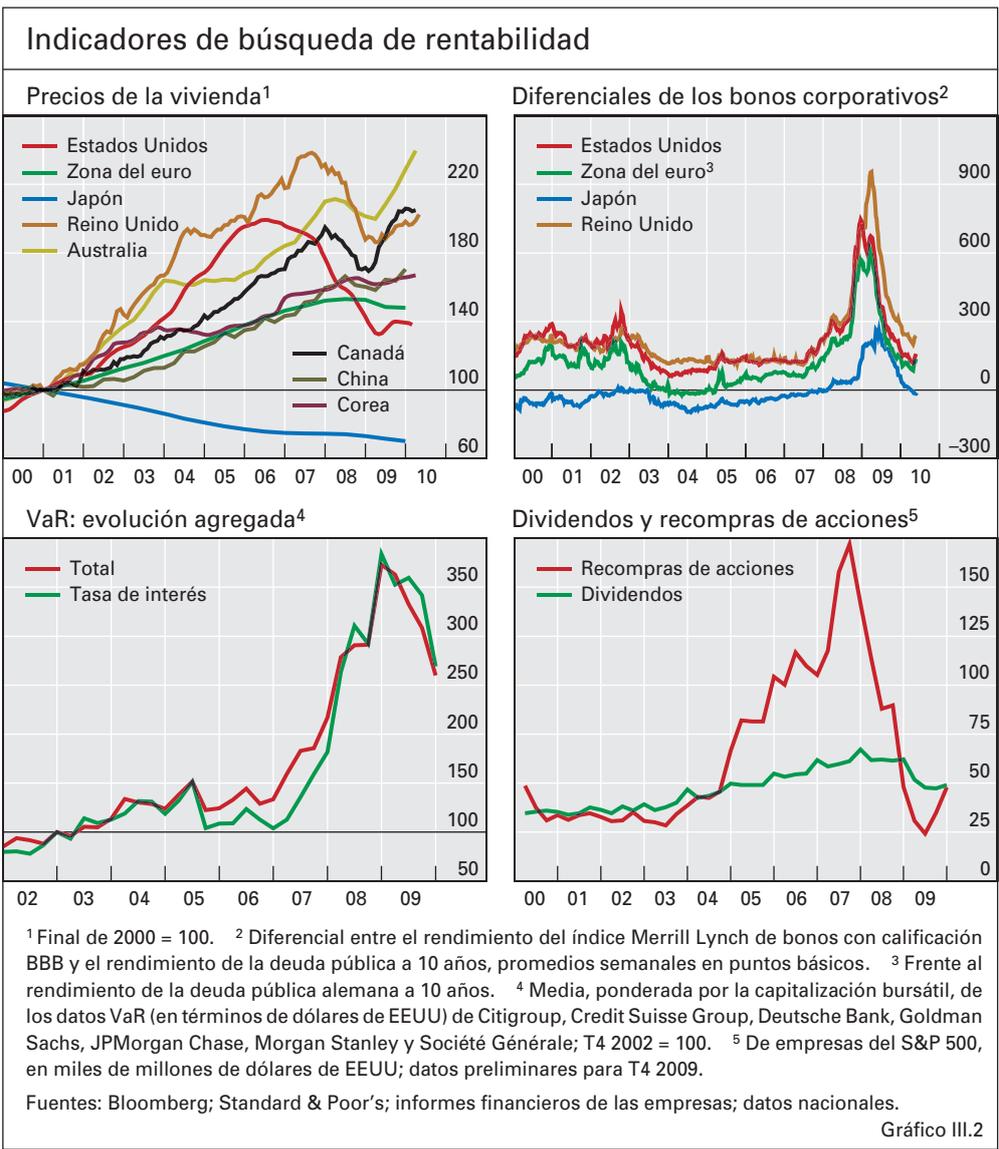
Esto podría hacer subir los precios de los activos...

Son varios los síntomas que pueden indicar búsqueda de rentabilidad. El primero es un incremento de los precios de los activos unido a la reducción de las primas por riesgo. Aunque la recuperación de muchos mercados de activos en 2009 y comienzos de 2010 reflejó en parte un cambio de tendencia en la aversión al riesgo atribuible a la crisis, el fenómeno de la búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés oficiales próximas a cero, también podría haber influido en ese sentido hacia finales de dicho periodo.

... impulsar la innovación financiera...

El segundo síntoma es una innovación financiera distorsionada. A principios de esta década, y en respuesta al deseo de los inversionistas de obtener mayor rentabilidad, los intermediarios diseñaron productos financieros que aparentemente minimizaban el riesgo asociado. En los años previos a la crisis se comercializó un amplio surtido de estos productos «estructurados». A primera vista, parecían encarnar el sueño de todo

<sup>4</sup> Véase R. Rajan, «Has financial development made the world riskier?», en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Proceedings*, agosto de 2005, pp. 313–69.



inversionista —riesgo reducido y rendimiento elevado—, pero durante la crisis resultaron ser todo lo contrario. En consecuencia, el mercado se ha reorientado hacia instrumentos de inversión menos exóticos. Con todo, es difícil seguir de cerca la innovación financiera, e identificar deficiencias en productos nuevos resulta más sencillo a posteriori.

El tercer síntoma de búsqueda de rendimiento puede ser un incremento de los dividendos y de la recompra de acciones propias. Si los inversionistas esperan una rentabilidad nominal elevada pero ésta es difícil de conseguir, las sociedades no financieras pueden verse presionadas para devolver fondos a los inversionistas en vez de acometer inversiones reales arriesgadas pero económicamente rentables en plantas de producción o en investigación y desarrollo. Las recompras de acciones y los dividendos elevados, bastante habituales antes de la crisis, se han vuelto mucho menos frecuentes ahora, algo normal en fases de desaceleración económica (Gráfico III.2, panel inferior derecho). Tanto dividendos como recompras repuntaron ligeramente en 2009, a medida que las perspectivas económicas iban mejorando, pero se siguen

... y desincentivar la inversión real

manteniendo por debajo de los niveles previos a la crisis, lo que apunta a que este aspecto de la búsqueda de rentabilidad no se observa en la actualidad.

### *Riesgo de tasas de interés*

Los bajos niveles de las tasas oficiales pueden acentuar la pendiente de la curva de rendimientos...

La conjunción de tasas de interés oficiales bajas y de tasas a largo plazo más elevadas aumenta los beneficios que los bancos pueden obtener de la gestión de los vencimientos, es decir, de pedir préstamos a corto plazo y otorgarlos a largo plazo. De hecho, uno de los motivos por los que los bancos centrales rebajaron sus tasas de interés fue facilitar que las instituciones financieras más afectadas incrementaran dichos beneficios, acumulando con ello capital. El mayor atractivo que ofrece esta transformación de vencimientos desde que estalló la crisis se reflejó en el aumento de la razón *carry-to-risk* en 2009 y a principios de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior derecho). El aumento de las tasas de interés de la deuda pública, provocado por los crecientes déficits y niveles de deuda, así como por la mayor concienciación sobre los riesgos asociados, acentúa aún más la pendiente de la curva de rendimientos y refuerza el atractivo de las estrategias de transformación de vencimientos.

... exponiendo a los bancos al riesgo de tasas de interés

Sin embargo, las instituciones financieras podrían subestimar el riesgo asociado a esta exposición a los vencimientos e invertir en exceso en activos de largo plazo<sup>5</sup>. Como ya se ha señalado, la exposición al riesgo de tasa de interés de los bancos medido por indicadores VaR sigue siendo elevada. Si un incremento inesperado de las tasas de interés oficiales provocara un aumento similar de las rentabilidades de los bonos, la consiguiente caída de los precios de éstos acarrearía pérdidas considerables para los bancos. Como resultado, podrían tener dificultades para refinanciar su deuda a corto plazo. Estos riesgos podrían haberse incrementado ligeramente tras la crisis de 2007–09, ya que el contexto poco propicio al crédito bancario y la mayor disponibilidad de financiación desde los bancos centrales dejó a muchas entidades de crédito con estructuras de financiación sesgadas hacia vencimientos más cortos. Una nueva contracción de la financiación disponible para los bancos podría reimpulsar la venta de activos y provocar una caída de los precios aún mayor.

Así pues, un endurecimiento inesperado de la política monetaria podría tener graves consecuencias para el sector bancario. Puede ser útil, por tanto, señalar con tiempo la intención de modificar las tasas de interés de la política monetaria, de forma que tanto mercados como instituciones puedan ajustarse sin problemas al desplazamiento esperado de los precios de los activos y los costos de financiación.

### *Retraso en los ajustes de los balances*

Los bancos centrales deberían indicar con tiempo su intención de modificar las tasas de interés oficiales

Uno de los legados de la crisis financiera y de los años que la precedieron es la necesidad de sanear los balances de las instituciones financieras, los hogares y el sector público, este último en una situación fiscal complicada en parte debido a las medidas de rescate adoptadas durante la crisis. Las bajas tasas de interés oficiales podrían frenar o aun impedir estos ajustes necesarios

<sup>5</sup> Es posible que los bancos hayan aumentado sus tenencias de deuda pública con vistas a mejorar sus resultados en pruebas de estrés de liquidez.

en los balances. En el sector financiero, la curva de rendimientos actualmente tan pronunciada ofrece a las instituciones financieras una fuente de ingresos que podría atenuar la sensación de urgencia de reducir el apalancamiento y de vender o amortizar contablemente activos de mala calidad (véase también el Capítulo VI). El compromiso de los bancos centrales de mantener bajas las tasas de política monetaria durante periodos largos, aunque útil a la hora de estabilizar las expectativas de los mercados, podría contribuir a esa autocomplacencia.

La experiencia ha demostrado que mantener las tasas de interés oficiales bajas permite renovar continuamente los préstamos inviables hasta hacerlos «perpetuos» o «perennes» (práctica que se conoce en inglés como *evergreening*) refinanciándolos una y otra vez. Durante el prolongado periodo de los años 90 en el que las tasas nominales permanecieron bajas en Japón, los bancos del país permitieron a los prestatarios refinanciar préstamos cuyos intereses, casi nulos, podían pagar, pero no así el principal. Así pues, los bancos renovaron indefinidamente el crédito, en vez de cancelarlo, para proteger así su propio capital, ya debilitado por la depreciación previa de los activos. Ello, a su vez, retrasó la reestructuración y reducción que requerían los balances del sector financiero. Más aún, la presencia de empresas inviables («zombis») mantenidas gracias a estos préstamos «perennes» probablemente limitó la competencia, redujo la inversión e impidió la entrada de nuevas empresas<sup>6</sup>.

Las tasas bajas pueden hacer «perennes» los préstamos bancarios...

Aunque no existe una fórmula magistral para determinar empíricamente el alcance de esta refinanciación indefinida, podría sospecharse de su existencia si los datos mostraran que se está otorgando una cantidad desproporcionada de préstamos a sectores en dificultades, como ocurrió en Japón en la década de los noventa<sup>7</sup>. Otro indicador sería una relajación de las condiciones que impone la banca comercial para conceder crédito a sus deudores actuales. La *Senior Loan Officer Opinion Survey* de la Reserva Federal empezó a informar sobre los cambios en las líneas de crédito para clientes existentes en enero de 2009. La encuesta revela que las líneas de crédito comercial e industrial a estos clientes han ido disminuyendo, aunque a un ritmo cada vez más lento. Cuando empiecen a repuntar nuevamente, en un primer momento reflejarán la normalización de las condiciones de crédito, pero posteriormente podrían estar señalando la existencia de *evergreening* y por tanto de retraso en el ajuste de los balances financieros y no financieros del sector privado.

... algo que resulta difícil de medir

Mantener bajas las tasas de interés también podría retrasar los ajustes necesarios en los balances del sector público (para más información al respecto, véase el Capítulo V). Al reorientar su perfil de deuda hacia una financiación de corto plazo, los gobiernos pueden reducir los pagos de

El ajuste de las finanzas públicas también podría retrasarse

<sup>6</sup> Véanse T. Hoshi y A. Kashyap, «Solutions to Japan's banking problems: what might work and what definitely will fail», en T. Ito, H. Patrick y D. Weinstein (eds), *Reviving Japan's economy: problems and prescriptions*, MIT Press, 2005, pp. 147-95; y R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, n° 5, diciembre de 2008, pp. 1943-77.

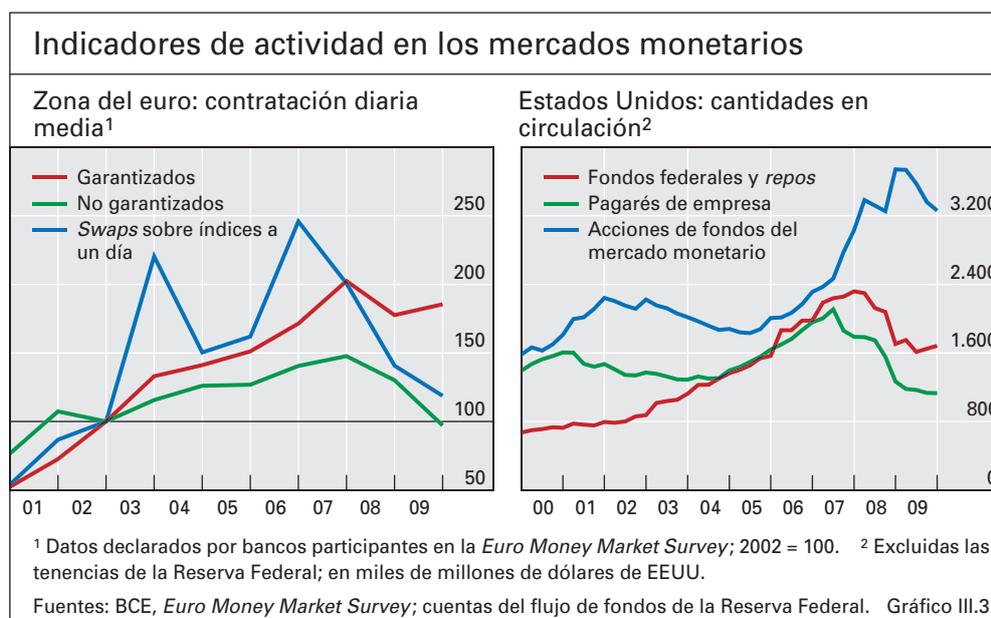
<sup>7</sup> Véase W. Watanabe, «Does a large loss of bank capital cause evergreening? Evidence from Japan», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 24, n° 1, marzo de 2010, pp. 116-36.

intereses. Si bien esta estrategia les proporciona cierto margen para reencauzar sus niveles de deuda hacia una senda sostenible, también expone su situación fiscal a incrementos de las tasas de interés oficiales si los ajustes presupuestarios necesarios no se introducen en el momento oportuno. Esto puede hacer temer por la independencia de las autoridades responsables de la política monetaria.

### Paralización de los mercados monetarios

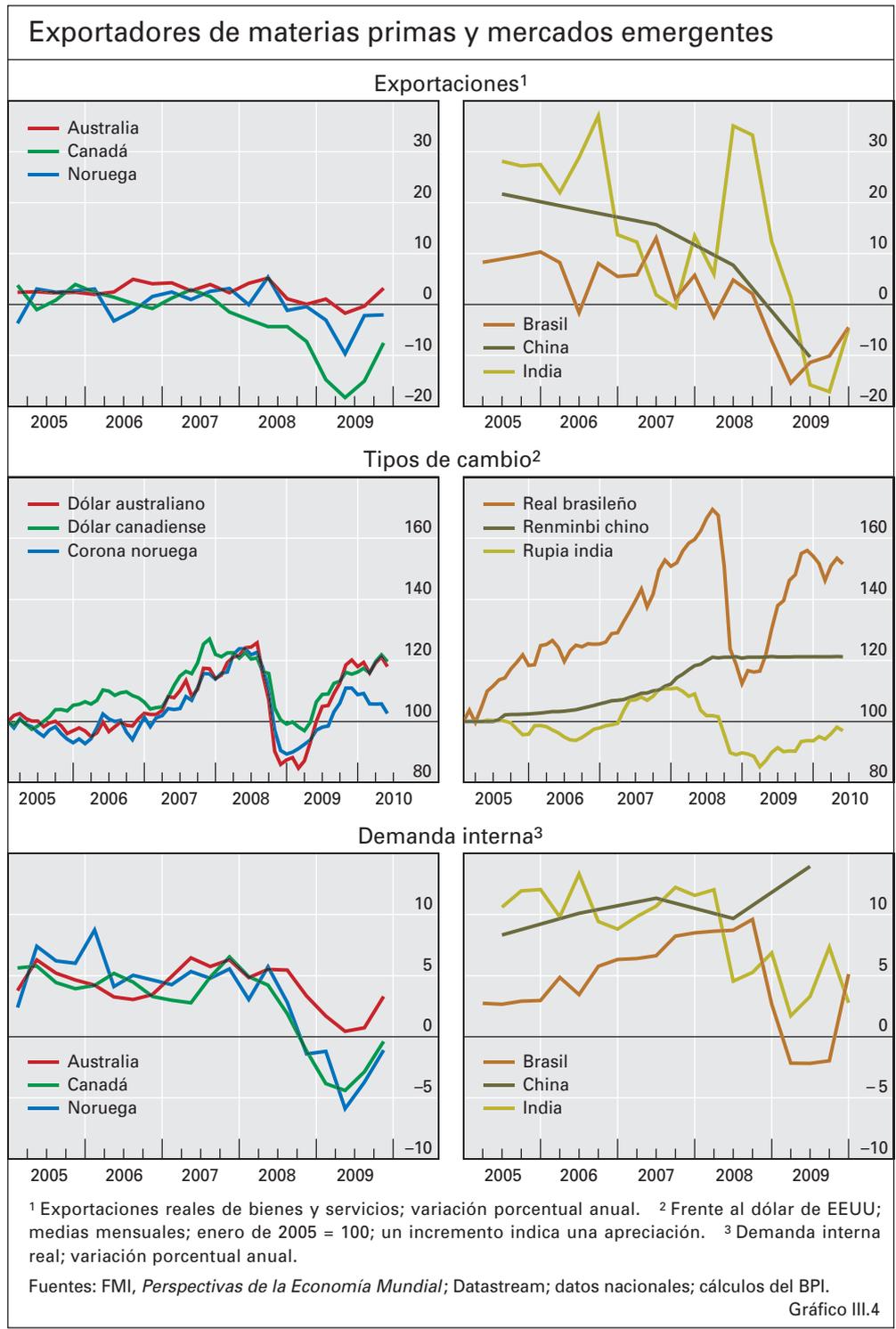
En cuanto la banca central empiece a elevar las tasas de interés oficiales, es fundamental que los mercados monetarios trasladen esta alza al conjunto de la economía. Sin embargo, las bajas tasas oficiales podrían paralizar los mercados monetarios. Cuando los costes operacionales de ejecutar transacciones en los mercados monetarios superan los intereses obtenidos —que guardan estrecha relación con las tasas oficiales—, la banca comercial podría retirar fondos ahora invertidos en estas operaciones. Este tipo de atrofia se produjo en los mercados monetarios de Japón, cuando la actividad en los mercados de financiación a un día sin garantías cayó, en promedio, desde más de 12 billones de yenes mensuales en 1995–98 hasta menos de 5 billones en 2002–04<sup>8</sup>. En consecuencia, el endurecimiento de la política monetaria de Japón en 2006 se vio complicado al verse desbordados los empleados de las mesas de negociación de los bancos comerciales. En el contexto actual, una de las razones por las que muchos bancos centrales se han abstenido de reducir las tasas oficiales hasta cero durante la reciente crisis financiera ha sido precisamente evitar tal problema. Las diferencias entre países en cuanto a la mayor o menor proximidad a cero de sus tasas de interés oficiales probablemente están relacionadas con divergencias en la estructura de sus mercados monetarios.

Las bajas tasas oficiales pueden paralizar los mercados monetarios y complicar la salida...



<sup>8</sup> Véase N. Baba, S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda y H. Ugai, «Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy», *BIS Working Papers*, n° 188, noviembre de 2005.

Los volúmenes negociados en los mercados monetarios de la zona del euro y Estados Unidos han ido disminuyendo desde el comienzo de la crisis y se encuentran cercanos a sus niveles de 2003–04, cuando las tasas de interés oficiales también se situaban en niveles reducidos (Gráfico III.3). La caída de contratación en los mercados monetarios en 2008 obedeció principalmente a la búsqueda de liquidez, la incertidumbre respecto de las contrapartes y los colaterales, y la mayor inyección de liquidez por parte de los bancos centrales. No obstante, el mantenimiento de estos bajos volúmenes también podría



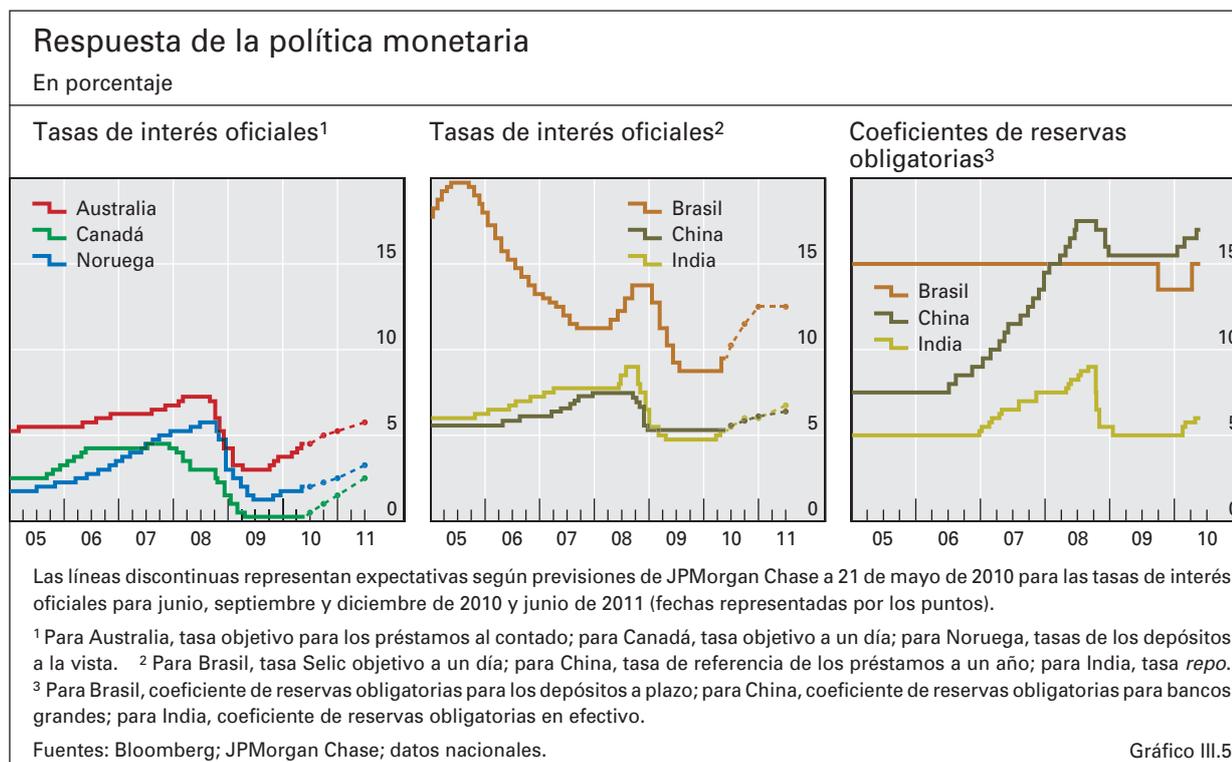
ser reflejo de los reducidos márgenes que ofrece el mercado actual. En 2009, el mercado monetario experimentó, en la zona del euro, un incremento en la negociación de fondos garantizados y, en Estados Unidos hacia finales de año, un ligero aumento de los fondos federales y *repos* en circulación. Estos avances, observados antes de la crisis de la deuda soberana de Grecia, podrían reflejar una menor incertidumbre respecto de contrapartes y colaterales y una reducción de las operaciones de mercado abierto de los bancos centrales. Está por ver si los volúmenes finalmente volverán a sus niveles anteriores o si, por el contrario, las tasas oficiales en niveles bajos realmente redujeron la actividad del mercado monetario, complicando así la ejecución de las estrategias de salida.

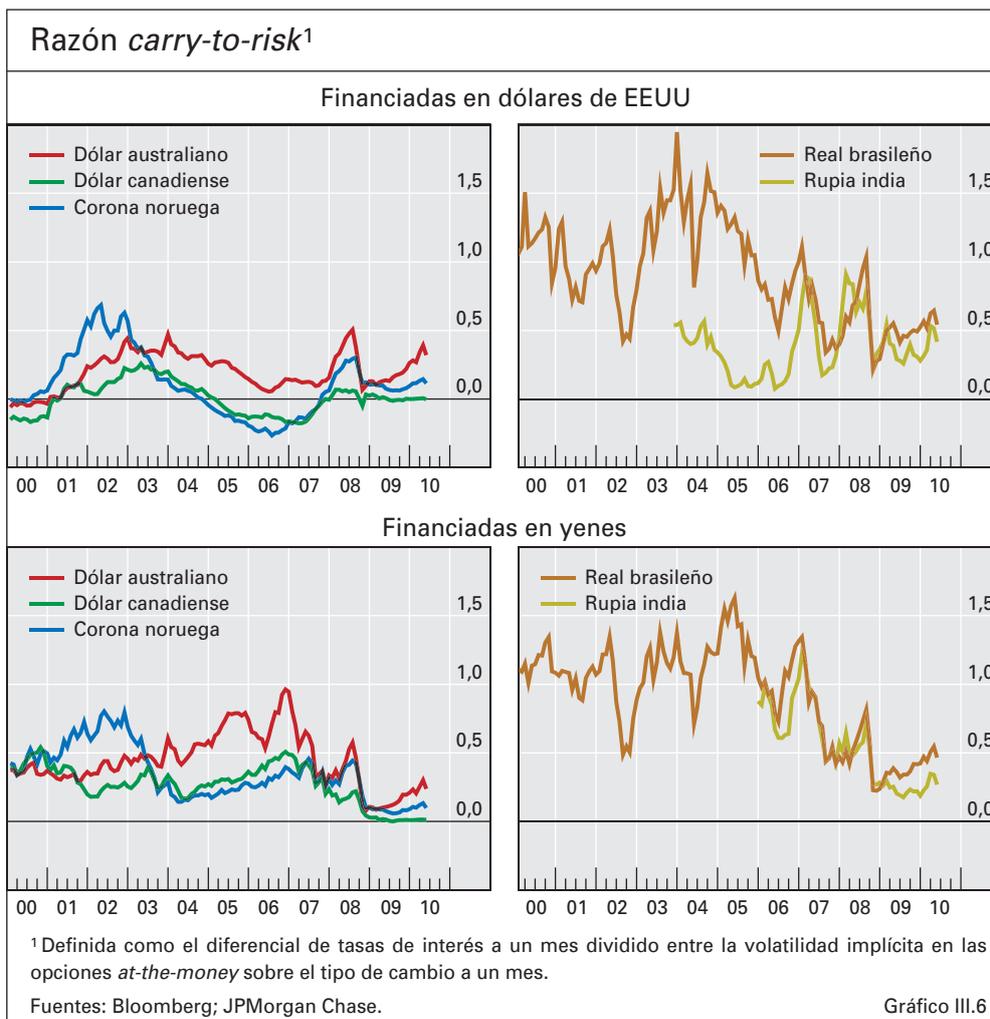
... aunque está por verse si esto supone un problema en la actualidad

### Efectos secundarios internacionales de las bajas tasas de interés

Las bajas tasas oficiales también pueden provocar distorsiones a escala internacional

Las bajas tasas de interés en la mayoría de las economías avanzadas tienen efectos secundarios que traspasan sus fronteras, alcanzando tanto a mercados emergentes como a países industriales exportadores de materias primas, cuya evolución fue relativamente buena durante la crisis. El impacto inicial de la crisis financiera sobre estos países fue, en la mayoría de los casos, una reducción marcada de sus exportaciones (Gráfico III.4, paneles superiores), la retirada de fondos en dólares estadounidenses por parte de bancos extranjeros, la liquidación por los inversionistas de valores de renta fija y renta variable, y una caída de los precios de las acciones. Las principales economías emergentes y las avanzadas exportadoras de materias primas asistieron a una considerable depreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense en otoño de 2008. La excepción fue China, que mantuvo fijo





el renminbi (Gráfico III.4, paneles centrales). Se adoptaron políticas monetarias más expansivas, manteniendo tasas de interés más bajas (en China, la India y, después, Brasil) y reduciendo el nivel de reservas obligatorias (Gráfico III.5). Asimismo, numerosos bancos centrales ofrecieron en sus mercados locales financiación en dólares estadounidenses, que algunos de ellos habían obtenido a través de líneas de *swap* con la Reserva Federal.

En consecuencia, la demanda interna logró compensar algunos de los efectos contractivos de las menores exportaciones (Gráfico III.4, paneles inferiores). Cuando los precios de los activos también se recuperaron, los bancos centrales no pertenecientes a las principales economías avanzadas empezaron a endurecer de nuevo su política monetaria, a pesar de que sus exportaciones seguían débiles. A finales de mayo de 2010, Australia, Brasil, la India y Noruega habían comenzado a subir las tasas de interés, y Brasil, China y la India habían elevado los niveles de reservas obligatorias. En la actualidad, las expectativas de mercado apuntan a nuevos endurecimientos de las políticas.

El endurecimiento de la política monetaria ha generado diferenciales de tasas de interés significativos, tanto en términos reales como nominales, entre las economías antes citadas y los países más afectados por la crisis. Junto con las mejores perspectivas de crecimiento, estos diferenciales han

La política monetaria ha empezado a endurecerse en los países menos afectados por la crisis

Los diferenciales entre tasas de interés han generado entradas de capitales...

generado entradas de capitales en países con tasas más elevadas y han renovado el atractivo a las operaciones *carry trade* (Gráfico III.6).

... que están  
acelerando la  
expansión...

Los flujos de capital permiten una mejor asignación de recursos en la economía, y los flujos de entrada contribuyen en gran medida al crecimiento, especialmente en las economías de mercado emergentes. No obstante, en la situación actual, podrían elevar aún más los precios de los activos y ejercer presiones inflacionistas sobre la macroeconomía. Las entradas de capital también han provocado la apreciación de las monedas objetivo con tipo de cambio variable, lo que equivale a un endurecimiento de las condiciones monetarias en esos países. Con todo, parece probable que las tasas de interés sigan aumentando y que ello atraiga todavía más inversión extranjera. Esta situación expone a las economías que reciben esas entradas al riesgo de fugas de capitales sustanciales y a la reversión de las presiones cambiarias ante un cambio en las condiciones macroeconómicas, monetarias y financieras mundiales, o bien en la percepción que los inversionistas tienen de ellas. El Capítulo IV analiza las cuestiones relacionadas con los flujos de capital hacia mercados emergentes de forma más detallada.

... pero que  
podrían revertirse  
con rapidez

## Resumen

Las recientes turbulencias en los mercados ante la preocupación por la deuda soberana probablemente han pospuesto el necesario retorno a políticas monetarias más normales en diversas economías avanzadas. El momento exacto en que se endurezcan las condiciones monetarias dependerá de las perspectivas sobre la actividad macroeconómica y la inflación, y de la salud del sistema financiero. Ahora bien, mantener las tasas de interés en niveles muy bajos conlleva un precio, que además aumenta con el tiempo. La experiencia demuestra que el mantenimiento de tasas inusualmente bajas durante períodos prolongados enturbia la valoración de los riesgos financieros, provoca la búsqueda de rentabilidad y retrasa el ajuste de los balances. Asimismo, los diferenciales de rendimiento resultantes alimentan flujos de capital insostenibles hacia países con tasas de interés altas. Dado que estos efectos secundarios ponen en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera a largo plazo, es necesario tenerlos en cuenta a la hora de determinar el momento y el ritmo de normalización de las tasas de interés oficiales.