

IV. Los límites de la política monetaria

En las principales economías avanzadas, las tasas de interés oficiales se mantienen muy bajas y los bancos centrales siguen expandiendo sus balances tras aplicar sucesivamente medidas de política monetaria no convencionales. Estas condiciones monetarias excepcionalmente acomodaticias se están transmitiendo a las economías de mercado emergentes en forma de volatilidad indeseada de los tipos de cambio y de los flujos de capital. Como resultado, el tono de la política monetaria es acomodaticio en todo el mundo.

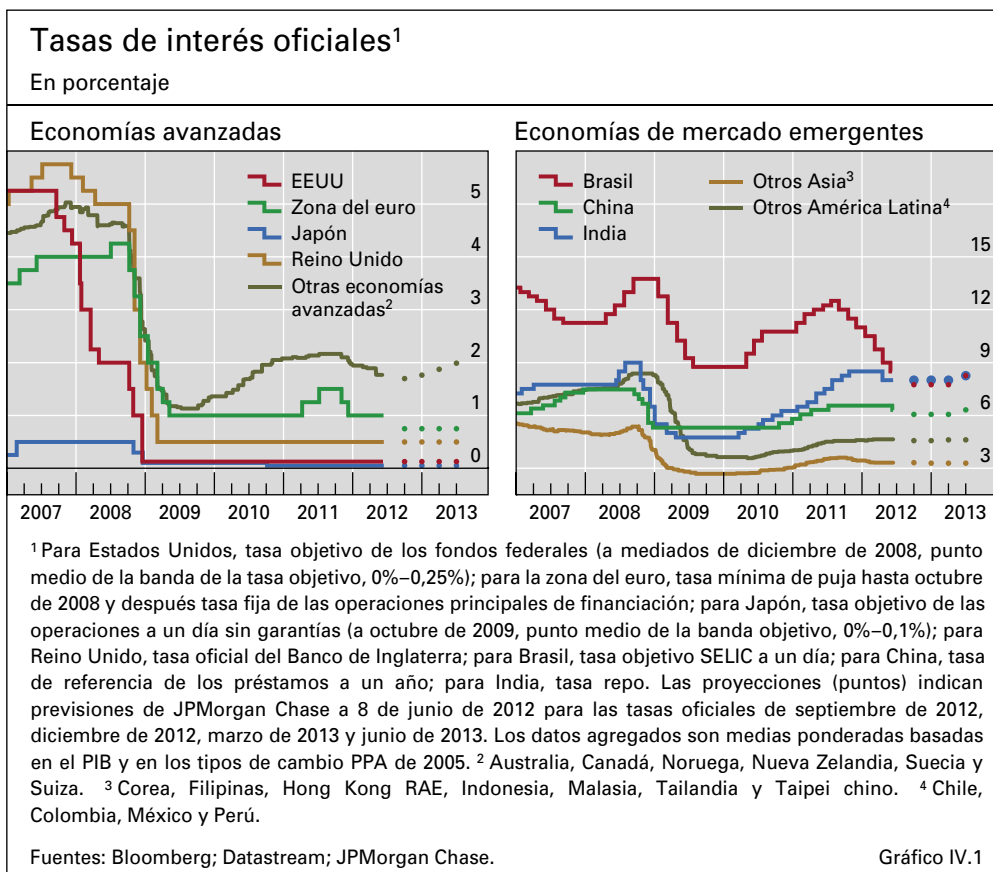
Las enérgicas medidas de los bancos centrales orientadas a frenar la crisis han sido cruciales para evitar un colapso financiero y apuntalar las economías en apuros. Sin embargo, existen límites a lo que la política monetaria puede solucionar: podrá inyectar liquidez, pero no resolver los problemas de solvencia subyacentes. No reconocer los límites de la política monetaria puede llegar a sobrecargar a los bancos centrales, con la posibilidad de graves consecuencias adversas. Una acomodación monetaria prolongada e intensa comporta efectos secundarios que podrían retrasar el retorno a una recuperación autosostenible y generar riesgos para la estabilidad financiera y de precios en todo el mundo. La creciente brecha entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que realmente pueden ofrecer podría socavar a largo plazo su credibilidad y autonomía operativa.

Este capítulo examina primero las principales medidas de política monetaria adoptadas en el curso del pasado ejercicio por los bancos centrales de economías avanzadas y de mercado emergentes y evalúa la orientación de la política monetaria mundial. Seguidamente, explora el alcance y las limitaciones de una prolongada acomodación monetaria, sus implicaciones para una corrección eficaz de los balances en las economías avanzadas, las consecuencias de los efectos de propagación de la política monetaria a escala mundial sobre las economías de mercado emergentes, y los riesgos que todo ello entraña a largo plazo para los bancos centrales.

La política monetaria en las economías avanzadas y de mercado emergentes

Medidas de política monetaria adoptadas el pasado ejercicio

Entre junio de 2011 y comienzos de junio de 2012, los bancos centrales detuvieron o revirtieron el endurecimiento de las tasas de interés oficiales que se había producido en numerosas economías avanzadas y de mercado emergentes en el primer semestre de 2011 (Gráfico IV.1). Esto sucedió en un contexto de debilitamiento económico y menores presiones inflacionistas. El Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa principal de financiación al 1%, permitiendo que la tasa a un día de la zona del euro cayera hasta un nivel próximo al de la tasa de su facilidad de depósito, que redujo al 0,25%. En



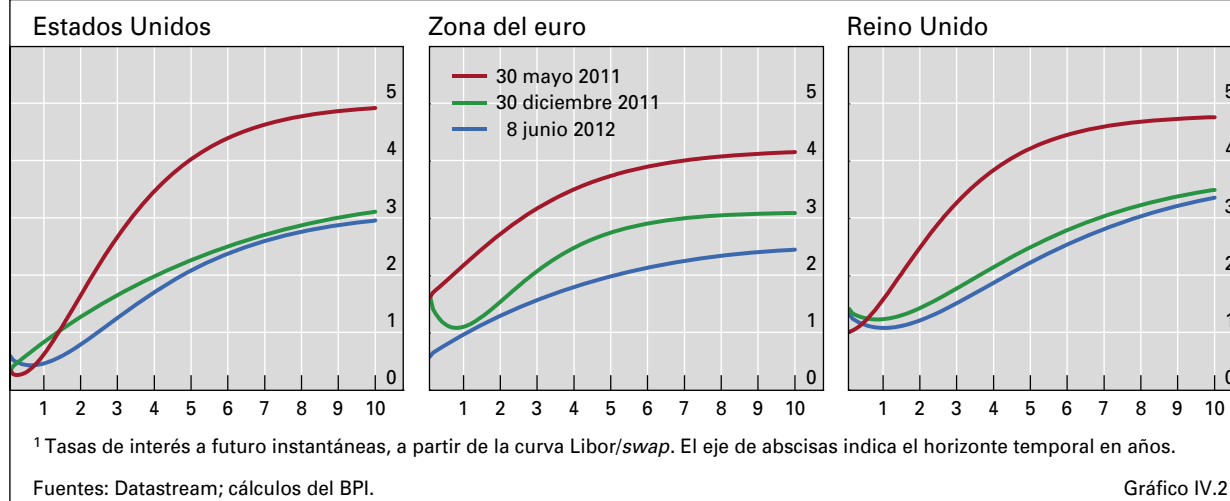
el resto de las principales economías avanzadas, las tasas oficiales permanecieron en su límite inferior efectivo. En las economías de mercado emergentes, el Banco Central de Brasil las recortó 400 puntos básicos desde agosto del año pasado, el Banco de la Reserva de la India redujo en abril de 2012 sus tasas oficiales en 50 puntos básicos y el Banco de la República Popular de China rebajó su tasa de referencia de los préstamos a un año en 25 puntos básicos a comienzos de junio. Los bancos centrales de algunas economías de mercado emergentes, en concreto los de China y la India, también decidieron reducir los coeficientes de reservas obligatorias.

A comienzos de junio de 2012, los mercados esperaban nuevos recortes de tasas oficiales en la zona del euro, China y Brasil, mientras que para Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y la India no preveían cambios en el transcurso de 2012 (véanse los puntos del Gráfico IV.1). Las curvas de tasas de interés a plazo indicaban que los mercados descontaban para los dos próximos años tasas oficiales bajas en las principales economías avanzadas (Gráfico IV.2), expectativas que reflejaban al menos en parte la orientación futura señalada por los bancos centrales. En su comunicado de abril de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) anunció que, atendiendo a las perspectivas económicas, la tasa de los fondos federales previsiblemente se mantendría en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta finales de 2014.

En el periodo analizado, los bancos centrales de las principales economías avanzadas acometieron nuevas medidas de política a través de sus balances.

Curvas a plazo¹

En porcentaje



La Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón ampliaron sus programas vigentes de compras de activos o lanzaron nuevos programas a gran escala encaminados a reducir las tasas de interés a largo plazo y las primas de riesgo financiero en general, con el fin de relajar aún más las condiciones monetarias. En septiembre de 2011, la Reserva Federal lanzó el Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP), con arreglo al cual el producto de vender 400 000 millones de valores del Tesoro a corto plazo para finales de junio de 2012 se utiliza para comprar valores del Tesoro a largo plazo. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón incrementaron en ese periodo sus programas de compras de activos en 125 000 millones de libras esterlinas y 30 billones de yenes, respectivamente.

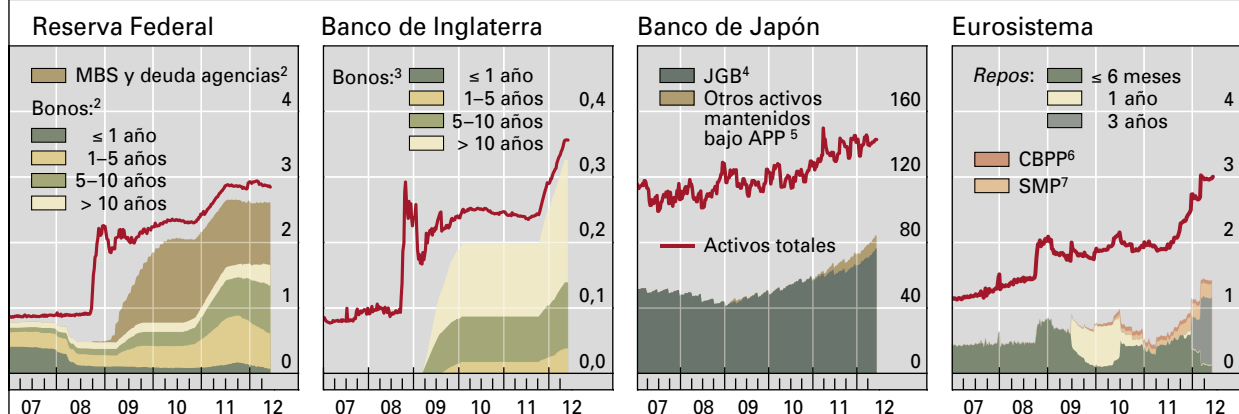
Las compras masivas de activos emprendidas por estos tres bancos centrales desde finales de 2008 elevaron considerablemente sus posiciones directas en valores a largo plazo, en particular en deuda pública (Gráfico IV.3, tres primeros paneles). Esto permitió reducir las tasas de interés a largo plazo hasta niveles muy bajos (Gráfico IV.4, panel izquierdo)¹.

Las medidas de política de balance adoptadas por el BCE en el periodo examinado buscaban corregir las distorsiones en el mecanismo de transmisión monetaria de la zona del euro a raíz del deterioro de las condiciones de financiación de gobiernos y bancos. Tras registrarse una rápida escalada de los rendimientos de la deuda de algunos soberanos de la zona del euro (Gráfico IV.4, panel derecho), el BCE reactivó las compras de deuda pública en el marco del Programa para los Mercados de Valores (SMP) en agosto de 2011. Con el fin de paliar el rápido deterioro de las condiciones de financiación

¹ Véanse un resumen y nuevas evidencias del efecto de los programas de compras de bonos por los bancos centrales sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, en J. Meaning y F. Zhu, «El impacto de los recientes programas de compra de activos por los bancos centrales», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2011, y J. Meaning y F. Zhu, «Impacto de los programas de compra de activos de la Reserva Federal: un nuevo Twist?», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2012. Este último estudio concluye que las compras de bonos por la Reserva Federal podrían haber reducido el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años en más de 150 puntos básicos a finales de 2011.

Tamaño y composición de los balances de los bancos centrales¹

En billones de unidades de las respectivas monedas



¹ Para el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal, desglose por vencimiento residual; para el Eurosistema, desglose de operaciones *repo* en circulación en base al vencimiento original. ² Valor facial; MBS = Títulos respaldados por hipotecas. ³ Tenencias de la Facilidad para la Compra de Activos (APF); ingresos. ⁴ Bonos del gobierno japonés. ⁵ Pagarsés de empresa, bonos de empresa, fondos cotizados en bolsa (ETF), títulos cotizados de inversión en el mercado inmobiliario (REIT) y Letras del Tesoro (al descuento), mantenidos en virtud del Programa de Compra de Activos (APP). ⁶ Bonos cubiertos mantenidos en virtud del *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) 1 y CBPP 2. ⁷ Valores mantenidos en virtud del *Securities Markets Programme* (SMP).

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

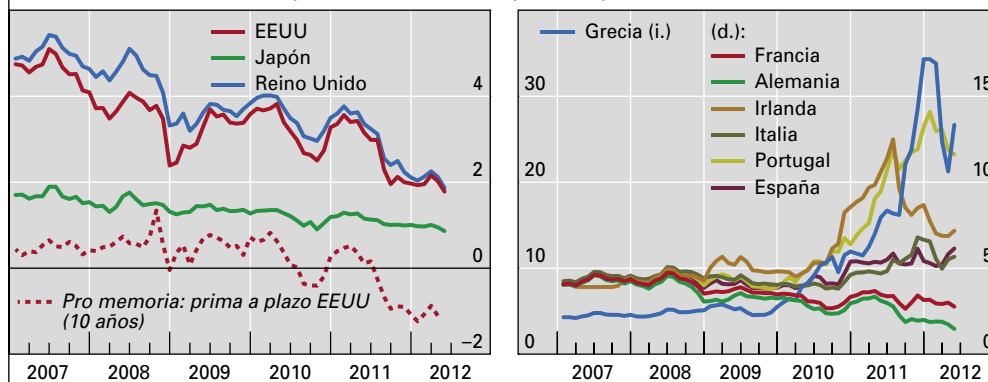
Gráfico IV.3

bancaria en los mercados de la zona del euro, el BCE realizó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), una en diciembre de 2011 y otra en febrero de 2012, con vencimiento a tres años y adjudicación plena. Al mismo tiempo, amplió la gama de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación y redujo a la mitad el coeficiente de reservas obligatorias. Todas estas medidas relajaron las presiones sobre la financiación de bancos y emisores soberanos; aunque solo temporalmente, pues a partir de marzo de 2012 las tensiones en el seno de la zona del euro volvieron a recrudecerse (véase el Capítulo II).

Como consecuencia de estas medidas, el tamaño y el vencimiento de los activos en el balance del Eurosistema se han incrementado considerablemente (Gráfico IV.3, último panel). A finales de mayo de 2012, las posiciones directas

Tasas de interés a largo plazo

Rendimiento de la deuda pública a 10 años, en porcentaje



Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico IV.4

Variación anual de las reservas de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	A tipo de cambio actual						<i>Pro memoria: en circulación (diciembre 2011)</i>
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Mundo	933	1 449	639	829	1 099	935	10 204
Países industriales	91	99	61	83	194	269	2 037
Estados Unidos	3	5	4	1	2	-0	52
Zona del euro	17	19	-1	-8	13	1	208
Japón	46	73	55	-7	39	185	1 221
Suiza	2	7	0	47	126	54	271
Asia	396	695	410	715	651	424	5 112
China	247	462	418	453	448	334	3 181
Corea	28	23	-61	65	22	11	298
Filipinas	4	10	3	4	16	12	66
Hong Kong RAE	9	19	30	73	13	17	285
India	39	96	-20	12	9	-5	263
Indonesia	8	14	-5	11	29	14	104
Malasia	12	19	-10	2	9	27	129
Singapur	20	27	11	12	38	12	235
Tailandia	15	20	23	25	32	-0	165
Taipei chino	13	4	21	56	34	4	386
América Latina ¹	54	127	42	25	81	97	642
Argentina	8	14	0	-1	4	-7	40
Brasil	32	94	13	39	49	63	343
Chile	3	-3	6	1	2	14	40
México	2	11	8	0	21	23	137
Venezuela	5	-5	9	-15	-8	-3	6
ECO ²	26	42	6	13	14	3	260
Oriente Medio ³	96	108	150	-29	50	84	661
Rusia	120	171	-56	-5	27	8	441
<i>Pro memoria: Exportadores netos de petróleo⁴</i>	<i>286</i>	<i>331</i>	<i>144</i>	<i>-62</i>	<i>107</i>	<i>135</i>	<i>1 556</i>

¹ Países enumerados más Colombia y Perú. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia y Qatar. ⁴ Argelia, Angola, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Oriente Medio, Rusia y Venezuela.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro IV.1

en valores adquiridos en el marco del SMP ascendían a 212 000 millones de euros, mientras que aquellas en bonos garantizados adquiridos en el marco de los correspondientes programas rondaban los 69 000 millones de euros. La financiación total adjudicada en las dos OFPML a tres años, de casi 1 billón de euros, indujo un aumento neto del balance del Eurosistema en unos 500 000 millones de euros, al reducirse simultáneamente la escala de otras operaciones de refinanciación a más corto plazo.

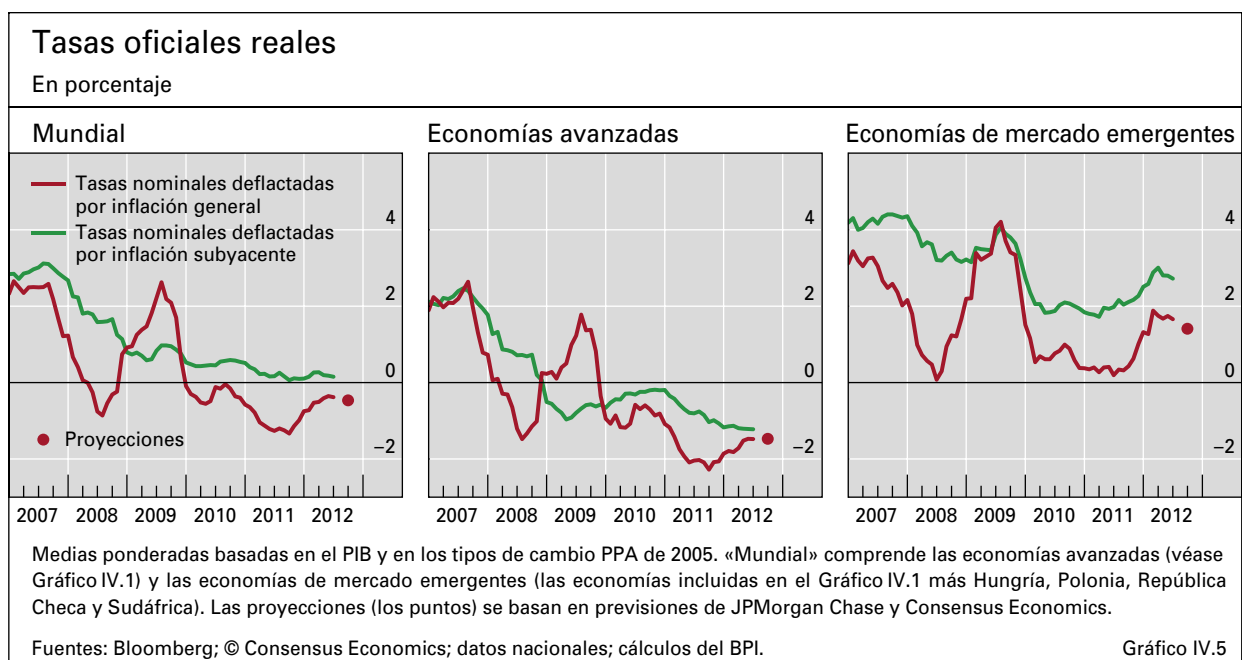
Las autoridades japonesas y el Banco Nacional de Suiza (SNB) intervinieron en los mercados de divisas ante la acusada apreciación de sus monedas por efecto de los flujos de capital hacia activos refugio. Las reservas de divisas de Japón aumentaron en 185 000 millones de dólares en 2011,

hasta alcanzar un volumen total de 1,22 billones de dólares (Cuadro IV.1). El SNB optó por fijar un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro en septiembre del pasado año. Aunque el incremento de las reservas de divisas en Suiza en 2011 fue inferior a la del año anterior (Cuadro IV.1), el incremento mensual en mayo de 2012 fue superior al 25% al acentuarse las presiones sobre el tipo de cambio mínimo fijado entre el franco suizo y el euro.

En las economías de mercado emergentes, especialmente las asiáticas, las autoridades desaceleraron la acumulación de reservas de divisas en 2011 (Cuadro IV.1). Esto reflejó, en parte, menores presiones apreciatorias sobre sus monedas en el segundo semestre del año, a medida que la creciente aversión al riesgo en todo el mundo provocaba salidas de capital en inversiones de cartera (véase el Gráfico II.6, panel izquierdo). Con todo, las reservas totales de divisas en las economías emergentes asiáticas siguieron siendo muy elevadas, ascendiendo a 5 billones de dólares, o la mitad del total mundial, en diciembre de 2011. A dicha fecha, y con más de 3 billones de dólares, casi un tercio de las reservas mundiales de divisas se encontraban en China.

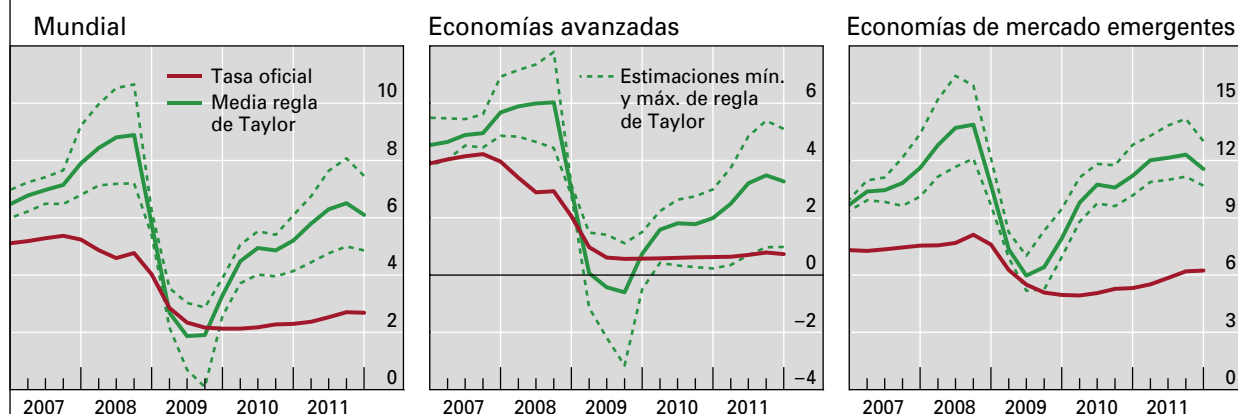
Evaluación de la orientación de la política monetaria

Las tasas de interés oficiales reales (ajustadas por la inflación) indican una orientación muy acomodaticia de la política monetaria en todo el mundo, tanto si las tasas nominales se deflactan por la inflación subyacente como por la general (Gráfico IV.5). A comienzos de 2012, las tasas oficiales reales se situaban en torno a cero en casi todo el mundo, siendo decididamente negativas en las principales economías avanzadas. En las economías de mercado emergentes subieron ligeramente, pero aún parecen muy bajas comparadas con la tasa de crecimiento tendencial del producto de estas economías en los últimos años.



Tasas oficiales de referencia¹

En porcentaje



Las reglas de Taylor se calculan como $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π es una estimación de la inflación y donde y es una estimación de la brecha del producto. La constante c se define como la suma de la tasa media de inflación y el crecimiento del PIB real desde T1 2000. π^* se calcula como el nivel medio de la tasa de inflación desde T1 2000. Se estimaron reglas de Taylor para todas las combinaciones de tres medidas de inflación (general, subyacente y previsiones de consenso de la inflación general) y estimaciones de la brecha del producto obtenidas a partir de tres métodos diferentes de cálculo del producto potencial (filtro de HP, tendencia lineal y componentes no observados). El gráfico indica la tasa de Taylor media, máxima y mínima para cada una de las nueve combinaciones.

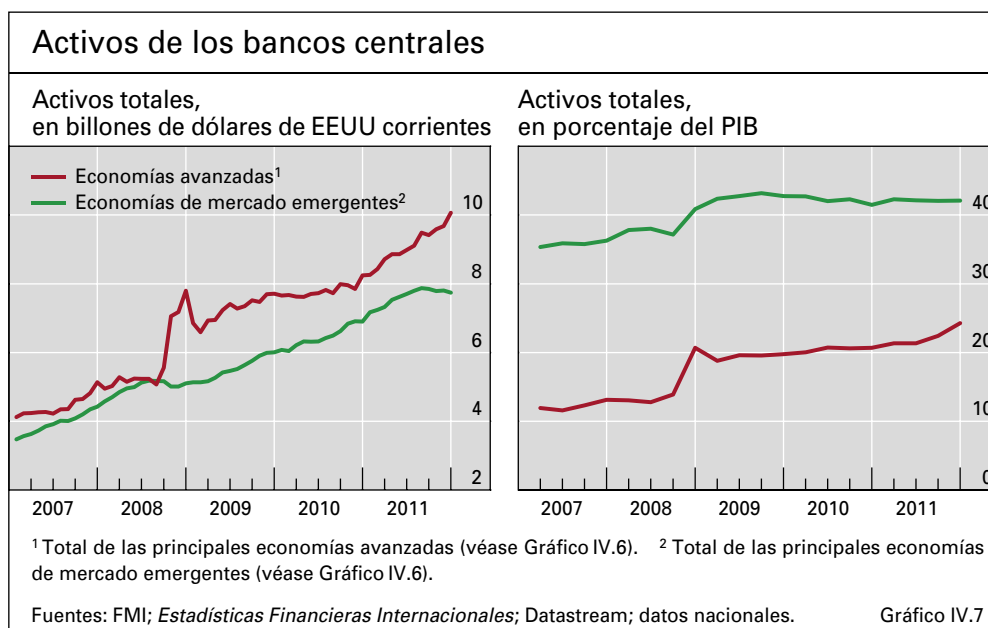
¹ Media ponderada basada en ponderaciones PPA de 2005. «Mundial» está compuesto por las economías que figuran a continuación. Economías avanzadas: Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, el Reino Unido, Suecia, Suiza y la zona del euro. Economías emergentes: Argentina, Brasil, China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipei chino y Turquía.

Fuentes: Bloomberg; CEIC; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico IV.6

Las tasas de interés implícitas en la regla de Taylor, que relaciona de forma automática las tasas oficiales con la inflación y la brecha del producto, ofrecen un panorama similar (Gráfico IV.6). Si bien es cierto que una evaluación basada en esa medida de referencia se ve inevitablemente complicada por el alto grado de incertidumbre que existe sobre el nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial. Con todo, cuando se consideran múltiples combinaciones de diferentes medidas de inflación (general y subyacente) y estimaciones alternativas de la brecha del producto (tendencia variable en el tiempo y tendencia lineal constante), el nivel de las tasas oficiales parecía excesivamente acomodaticio a finales de 2011 (Gráfico IV.6, panel izquierdo). Este resultado se explica básicamente por las economías de mercado emergentes (Gráfico IV.6, panel derecho) y refleja el importante papel que desempeñan factores externos —como la preocupación por la volatilidad de los tipos de cambio y de los flujos de capital—, en la dirección de la política monetaria de esas economías. En las economías avanzadas, las tasas oficiales estaban justo por debajo del rango de medidas de referencia basadas en la regla de Taylor, tras haberse situado dentro del mismo durante la mayor parte del periodo posterior al estallido de la crisis (Gráfico IV.6, panel central).

Evidentemente, las tasas de interés reales y las reglas de Taylor no pueden determinar plenamente la orientación de la política monetaria. Por lo tanto, se podría estar exagerando el tono de laxitud monetaria en la medida en que se ignoran una serie de factores relevantes en el actual entorno de política, entre ellos el temor a entradas de capital desestabilizadoras, las



persistentes dificultades financieras derivadas de la crisis y cambios en los coeficientes de reservas obligatorias.

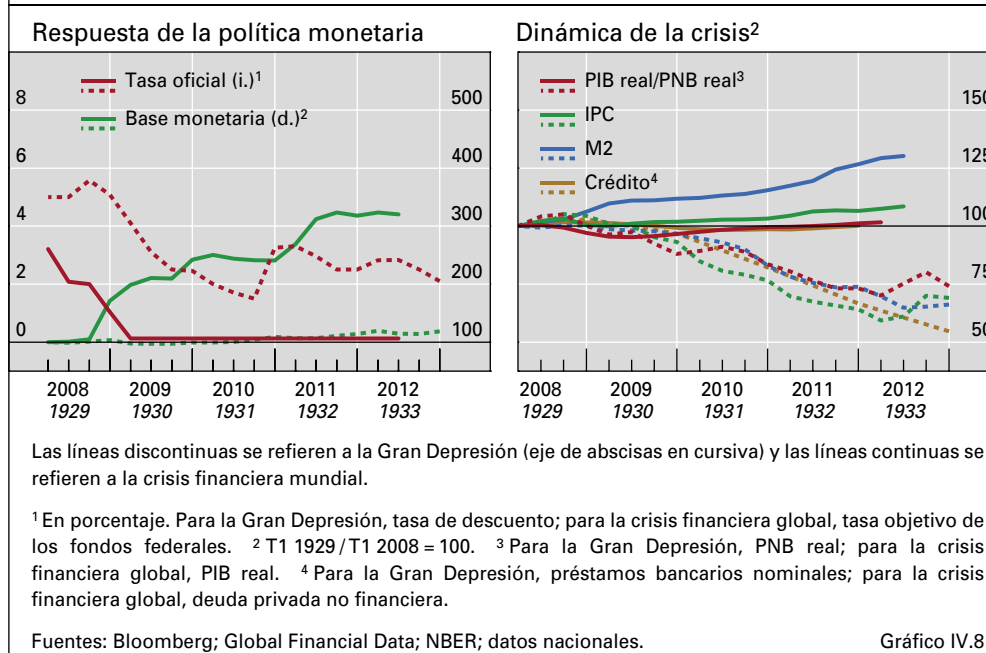
Sin embargo, el sesgo de la política monetaria parece considerablemente más acomodaticio al considerar la expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales. Los activos totales de éstos se han duplicado con creces en el curso de los últimos cuatro años, ascendiendo aproximadamente a 18 billones de dólares a finales de 2011 (Gráfico IV.7, panel izquierdo). En las economías avanzadas, los activos de bancos centrales aumentaron hasta aproximadamente el 25% del PIB tras las medidas de política de balance adoptadas en respuesta a la crisis financiera mundial (Gráfico IV.7, panel derecho), que indujeron una mayor acomodación monetaria, por ejemplo al arrastrar a la baja los rendimientos de los títulos de deuda a largo plazo². En las principales economías de mercado emergentes, los activos de los bancos centrales representaban cerca del 40% del PIB a finales de 2011, reflejando el elevado volumen de reservas de divisas acumulado en la última década, en especial en economías emergentes de Asia. Esta circunstancia sin duda mitigó la apreciación de sus monedas e impulsó con ello el crecimiento.

Prolongada acomodación monetaria: alcance y limitaciones

Las enérgicas medidas adoptadas por los bancos centrales durante la crisis financiera mundial probablemente fueron decisivas para que no volviera a repetirse una Gran Depresión. Esto puede inferirse al comparar la dinámica de la crisis (Gráfico IV.8, panel derecho) y la respuesta de la política monetaria

² Más información sobre el impacto en los mercados financieros y los efectos macroeconómicos de las políticas de balance adoptadas por los bancos centrales de las principales economías avanzadas, en M. Cecioni, G. Ferrero y A. Secchi, «Unconventional monetary policy in theory and in practice», *Bank of Italy Occasional Papers*, n° 102, septiembre de 2011. En las referencias citadas en la nota al pie 2 se detalla evidencia más reciente sobre los efectos de las compras de deuda por los bancos centrales.

Respuesta de la política monetaria de EEUU y dinámica de la crisis: la Gran Depresión frente a la crisis financiera mundial



en Estados Unidos (Gráfico IV.8, panel izquierdo) en ese periodo (líneas discontinuas) con la dinámica de la reciente crisis financiera mundial (líneas continuas).

Sin embargo, aunque existe un amplio consenso sobre la importancia de la agresiva relajación monetaria en las principales economías avanzadas para evitar un colapso financiero, las ventajas de una prolongada laxitud de las condiciones monetarias suscitan más controversia. En particular, son objeto de debate sus repercusiones sobre la corrección efectiva de los balances como condición previa para un crecimiento sostenido, los riesgos implícitos para la estabilidad financiera y de precios a escala mundial, y las consecuencias a largo plazo para la credibilidad y autonomía operativa de los bancos centrales.

Relajación monetaria y corrección de balances

La política monetaria acomodaticia puede facilitar la corrección de los balances de los sectores privado y público a corto plazo, ya que los bancos y gobiernos ganan tiempo para solucionar problemas de solvencia y evitar de ese modo desapalancamientos e impagos desordenados. Asimismo, puede reducir el coste del servicio de la deuda, impulsar los precios de los activos y estimular el crecimiento y el empleo.

Ahora bien, durante la recuperación de una crisis financiera es probable que la eficacia de la política monetaria para estimular la economía sea menor que en otras circunstancias. Los agentes económicos sobreendeudados no desean seguir endeudándose para gastar y un sistema financiero deteriorado resulta menos eficaz para transmitir la orientación de la política al resto de la economía. Esto significa que, para obtener el mismo efecto a corto plazo en la demanda agregada, la acomodación monetaria tendrá lógicamente que ser

mayor. Pero ésta no puede sustituir a las medidas correctoras directamente encaminadas a abordar las cargas de la deuda y los balances deteriorados. En último término, existe incluso el riesgo de que una relajación monetaria prolongada retrase, por una serie de vías, la corrección de los balances y el retorno a una recuperación autosostenible.

En primer lugar, la prolongación de unas condiciones monetarias inusualmente acomodaticias encubre problemas estructurales en los balances y reduce los incentivos para afrontarlos directamente. De este modo, podría retrasarse la necesaria consolidación fiscal y las ineludibles reformas estructurales para restaurar la sostenibilidad fiscal. De hecho, según analiza con más detalle el Capítulo V, es preciso que los emisores soberanos adopten medidas más resueltas para restablecer su condición de prestatarios libres de riesgo, esencial para la estabilidad tanto macroeconómica como financiera a largo plazo.

De forma similar, las inyecciones de liquidez incondicionales y las compras de activos a gran escala, unidas a unas tasas de interés muy bajas, pueden llevar a que parezca menos necesario hacer frente a los activos bancarios deteriorados. En efecto, los bancos aún están afrontando el legado de la crisis financiera mundial y a menudo son muy dependientes de la financiación de los bancos centrales (véase el Capítulo VI). Y las bajas tasas de interés reducen el coste de oportunidad de mantener préstamos en mora y pueden llevar a los bancos a sobrestimar su capacidad de devolverlos. Todo esto podría perpetuar la debilidad de los balances y llevar a asignar de forma ineficiente el crédito³. La evidencia de que el desapalancamiento de las familias estadounidenses se produjo por una menor concesión de crédito más que por el reconocimiento de pérdidas contables en deudas insostenibles (véase el Capítulo III), resalta la relevancia de esos mecanismos en la actual coyuntura. De igual forma, los reducidos cocientes entre el valor de mercado y el valor contable en el sector bancario (generalmente muy inferiores a uno), unidos a las escasas provisiones para insolvencias crediticias a pesar de la debilitada situación macroeconómica (véase Cuadro VI.1), podría indicar prácticas para la perennización de los préstamos (*evergreening*).

En segundo lugar, la relajación monetaria podría socavar con el tiempo la rentabilidad de los bancos. Tanto el nivel de las tasas de interés a corto plazo como la pendiente de la curva de rendimientos están positivamente relacionados con los ingresos netos por intereses de los bancos, debido a sus efectos positivos en los márgenes de intermediación de los depósitos y en los rendimientos de la transformación de plazos, respectivamente⁴. Ciertamente, a partir de una muestra de bancos con presencia internacional, hay evidencias

³ Existen evidencias de prácticas de *evergreening* generalizadas en Japón durante el prolongado periodo de bajas tasas de interés nominales en los años 90. También hay evidencias de tales prácticas en Italia en los primeros años de la crisis financiera mundial. Véanse R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, diciembre de 2008, pp. 1943–77, y U. Albertazzi y D. Marchetti, «Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman», Banco de Italia, *Temi di Discussione (Working Papers)*, n° 756, abril de 2010.

⁴ Véase U. Albertazzi y L. Gambacorta, «Bank profitability and the business cycle», *Journal of Financial Stability*, vol. 5, diciembre de 2009, pp. 393–409.

de que en el periodo 2008-2010, la relajación monetaria alentó la rentabilidad de la banca, permitiendo la reconstrucción de las bases de capital (véase el Recuadro IV.A más abajo). Los efectos negativos asociados a la reducción de la tasa de interés oficial a corto plazo quedaron compensados con creces por el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. Sin embargo, un entorno de tasas de interés persistentemente reducidas, caracterizado por tasas bajas a corto plazo y curvas de rendimientos aplanadas, conduciría a la larga a la erosión de los ingresos por intereses de los bancos. Hay señales recientes de que ya sucede así, habiendo coincidido el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y el Reino Unido con la caída del margen de intermediación de los bancos (véase el Cuadro VI.1).

Los bajos rendimientos de los activos de renta fija también ponen en dificultades a aseguradoras y fondos de pensiones. Sus márgenes de beneficios muy negativos como consecuencia del entorno de bajas tasas de interés contribuyeron a la quiebra de varias compañías de seguros en Japón a finales de los 90 y principios de la pasada década. En la actualidad, aseguradoras y fondos de pensiones se han protegido parcialmente de esos efectos mediante la cobertura del riesgo de tasa de interés o migrando hacia productos de seguro vinculados a fondos de inversión o planes de pensiones de aportación definida⁵. Sin embargo, estas medidas en último término acaban transfiriendo el riesgo a las familias y a otras instituciones financieras.

⁵ Para más información, consúltase el estudio «Fixed income strategies of insurance companies and pension funds», *CGFS Papers* n° 44, julio de 2011, del Comité sobre el Sistema Financiero Global.

Recuadro IV.A: Política monetaria y rentabilidad de los bancos en 2008–2010

Este recuadro analiza la relación existente entre las variaciones de la estructura de las tasas de interés y la rentabilidad de los bancos tras la quiebra de Lehman Brothers. Para ello hemos utilizado la información de los balances de 107 grandes bancos internacionales con sede en 14 de las principales economías avanzadas que desarrollan su actividad en diferentes jurisdicciones. Por este motivo, hemos expresado todos los indicadores macroeconómicos como la media ponderada de los distintos países en los que opera cada banco, utilizando datos sobre activos exteriores procedentes de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI.

El cuadro que figura a continuación muestra una serie de regresiones simples de corte transversal sobre los valores medios del periodo 2008–10 para: (i) el margen de intermediación (NIM); (ii) el coeficiente de préstamos deteriorados sobre activos totales; y (iii) el rendimiento de los activos (ROA). La reducción del nivel de la tasa de interés a corto plazo y de la pendiente de la curva de rendimientos (en ambos segmentos, entre 0 y 2 años, y entre 2 y 10 años), ha tenido un efecto negativo sobre los ingresos netos por intereses de los bancos. Sin embargo, en el periodo 2008–10, en el caso de los 14 países analizados, las tasas de interés a corto plazo cayeron 2,44 puntos porcentuales en promedio, mientras que los dos segmentos de la curva de rendimientos aumentaron 0,35 y 1,33 puntos porcentuales respectivamente. En general, estos cambios han contribuido positivamente al NIM (0,69 puntos porcentuales). Las variaciones en la estructura de la curva de rendimientos también han reducido la proporción de los préstamos deteriorados (0,17 puntos porcentuales) conteniendo el deterioro de la calidad de la cartera crediticia durante la fase de desaceleración. Estos resultados también se mantienen cuando se controla por la expansión de los activos totales de los bancos centrales, las condiciones del ciclo económico y características propias de cada banco como pueda ser el tamaño, la liquidez, la incidencia de la financiación en el mercado y la inclusión de una variable de control específica para aquellos bancos que se beneficiaron de las medidas de rescate.

(continuación en siguiente página)

Variables explicativas	(i) NIM		(ii) Préstamos deteriorados/ activos totales		(iii) ROA	
	Coef.	Relev.	Coef.	Relev.	Coef.	Relev.
Tasa de interés a corto plazo	0,258 (0,107)	**	1,651 (0,486)	***	0,034 (0,226)	
Pendiente de la curva de rendimientos 0–2 años	0,641 (0,206)	***	1,287 (0,914)		1,321 (0,272)	***
Pendiente de la curva de rendimientos 2–10 años	0,820 (0,190)	***	2,562 (0,993)	***	0,253 (0,354)	
Variación de los activos totales del banco central respecto al PIB	0,002 (0,006)		–0,024 (0,033)		0,005 (0,011)	
Crecimiento del PIB nominal	0,019 (0,039)		–0,787 (0,180)	***	0,151 (0,080)	*
Ratio de financiación en el mercado	–0,021 (0,003)	***	0,057 (0,037)		–0,023 (0,006)	***
Tamaño del banco	–0,01 (0,041)		–0,899 (0,323)	***	0,297 (0,097)	***
Ratio de liquidez bancaria	–0,014 (0,006)	**	–0,019 (0,029)		–0,001 (0,013)	
Número de observaciones	107		107		107	
R ²	0,635		0,411		0,311	
Valores medios de las variables dependientes 2008–10	1,57%		2,40%		0,45%	
<p>Todas las variables se calculan como las medias simples durante el periodo 2008–2010. Para medir el tamaño del banco se utiliza el logaritmo de los activos totales; para la liquidez del banco, el coeficiente de efectivo y liquidez respecto a los activos totales; y para la financiación del banco, la proporción de activos financiados frente a pasivos distintos a depósitos. Todas las ratios se expresan en porcentaje. No se muestran los coeficientes de la variable de control que indica los bancos que se beneficiaron de rescates. Los errores estándar robustos se expresan en paréntesis. Los símbolos *, ** y *** representan grados de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente. Puede consultarse más información sobre la base de datos en M. Brei, L. Gambacorta. y G. von Peter, «Rescue packages and bank lending», <i>BIS Working Paper</i> n° 357, noviembre de 2011.</p>						

En tercer lugar, las bajas tasas de interés a corto y largo plazo podrían volver a crear problemas de excesiva asunción de riesgo. Unos de los principales motivos de la excepcional acomodación monetaria orquestada por los bancos centrales ante la crisis financiera mundial fue contrarrestar una aversión al riesgo generalizada. Sin embargo, las bajas tasas de interés pueden alentar con el tiempo la acumulación de vulnerabilidades financieras al desatar la búsqueda de rendimientos en segmentos no convenientes. Existe amplia evidencia empírica de que este canal ha desempeñado un papel importante en el periodo previo a la crisis financiera⁶. Las fuertes pérdidas registradas recientemente por algunas instituciones financieras en actividades de negociación podrían indicar bolsas de excesiva asunción de riesgo y exigir una vigilancia cercana.

⁶ Véase una revisión de los estudios empíricos sobre el canal de asunción de riesgos en A. Maddaloni y J.L. Peydro (2011), «Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: Evidence from the euro-area and the U.S. lending standards», *Review of Financial Studies*, vol. 24, junio de 2011, pp. 2121–65, y Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués, «Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?», *Economic Letters*, 2012, de próxima publicación, entre otros.

Recuadro IV.B: Evolución de los mercados monetarios a un día

Tradicionalmente, los bancos centrales se han servido de los mercados monetarios a un día no garantizados para implementar sus políticas monetarias. Sin embargo, las políticas a través de los balances que se han adoptado en muchas jurisdicciones han provocado cambios importantes en las dinámicas de los mercados. Si estas nuevas dinámicas no se comprenden bien o no se corrigen por sí solas, pueden dificultar su eventual abandono o provocar cambios en los marcos operativos.

La expansión de los balances de los bancos centrales ha derivado en un incremento significativo de las reservas que éstos mantienen (Gráfico IV.B, panel izquierdo). Este excedente de reservas ha hecho que las tasas interbancarias a un día, es decir, con las que los bancos centrales remuneran depósitos (Gráfico IV.B, panel derecho), se acerquen a sus límites inferiores. Dicho de otro modo, los bancos centrales han abandonado su costumbre de mantener la tasa a un día cercana a un objetivo predefinido, a menudo el punto medio de la banda entre la tasa de interés a la que los bancos pueden prestar fondos del banco central y aquella a la que le prestan. En Estados Unidos y el Reino Unido, la tasa a un día ha llegado incluso a caer por debajo de la tasa a la que se remuneran las reservas. En ambos casos, el mercado a un día incluye a entidades no bancarias que no tienen acceso directo a la facilidad de depósito del banco central. Esta segmentación del mercado, junto con los límites impuestos al arbitraje, permite a los bancos (que sí tienen acceso a dicha facilidad) pujar a precios bajos por los fondos de estas entidades, arrastrando con ello las tasas de mercado publicadas por debajo de la tasa que el banco central ofrece a los bancos⁹.

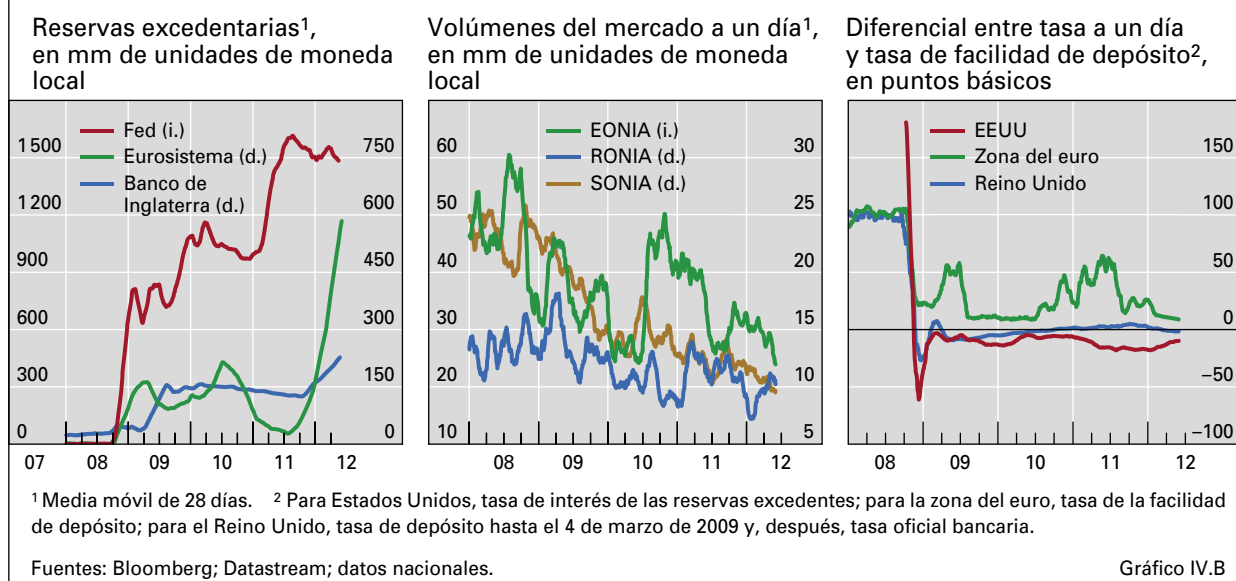
Asimismo, los volúmenes de los mercados no garantizados se están reduciendo a medida que los bancos tienen menor necesidad de tomar en préstamo reservas de otras entidades bancarias para compensar las perturbaciones diarias de liquidez (Gráfico IV.B, panel central). Por ejemplo, en el Reino Unido, los volúmenes negociados no garantizados que constituyen la base de la tasa SONIA se han reducido en más de la mitad desde 2008¹⁰. En la zona del euro, los volúmenes negociados en la tasa EONIA¹¹ han caído en una proporción similar¹². Además, la inquietud por el riesgo de contraparte y por los cambios en la regulación ha incrementado el atractivo de los mercados garantizados. A diferencia de la tasa SONIA, los volúmenes de negociación que subyacen a la tasa garantizada RONIA en el Reino Unido se han mantenido en general en torno a los niveles de 2008¹³. En otras jurisdicciones, también parecen estar registrándose tendencias similares.

Asimismo, hay indicios de que la dinámica de las tasas a un día está cambiando. En Estados Unidos, el mecanismo de transmisión entre las tasas a un día no garantizadas y las tasas garantizadas, que es fundamental para la efectividad de la política monetaria, se ha debilitado durante la fase de tasas de interés cercanas a cero¹⁴. En Suecia, la volatilidad de la tasa a un día (mañana-siguiente) ha sido mayor que en la fase previa a la crisis desde el abandono de las políticas de balance por parte del Riksbank¹⁵.

Con el fin de controlar la tasa a un día en un escenario de abandono de dichas políticas, es necesario que los bancos centrales cuenten con herramientas debidamente probadas para controlar el nivel de reservas. Además, puede que tengan que replantearse si utilizar como objetivo la tasa a corto plazo del mercado no garantizado sigue siendo lo más eficaz¹⁶.

⁹ Véase M. Bech y E. Klee «The mechanics of a graceful exit: interest on reserves and segmentation in the federal funds market», *Journal of Monetary Economics*, 58(5), julio de 2011, pp. 415–31. ¹⁰ Véase *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2011 T2. La tasa SONIA se expresa como la media ponderada de todas las operaciones a un día no garantizadas negociadas en libras esterlinas en Londres por los miembros de la Wholesale Markets Brokers' Association (WMBA). ¹¹ La tasa EONIA[®] (Euro OverNight Index Average) se calcula como la media ponderada de todas las operaciones de préstamo no garantizadas realizadas en el mercado interbancario dentro de la zona del euro por los bancos participantes. ¹² La tasa RONIA se expresa como la tasa de interés media ponderada de todas las operaciones garantizadas (*repos*) en efectivo a un día realizadas en libras esterlinas a través de intermediarios mediante el mecanismo de entrega por valor de CREST, que es una fórmula para tomar prestados fondos en efectivo en libras esterlinas aportando como colateral deuda pública. CREST es una central depositaria de valores del Reino Unido. ¹³ Véase M. Bech, E. Klee y V. Stebunovs, «Arbitrage, liquidity and exit: the repo and federal funds markets before, during, and emerging from the financial crisis», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, 2012–21. ¹⁴ Véase P. Sellin y P. Sommar, «The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review», *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012:2. ¹⁵ Véase por ejemplo el discurso de bienvenida de Jürgen Stark en el taller de trabajo del BCE «The post-crisis design of the operational framework for the implementation of monetary policy» Fráncfort, 10 de octubre de 2011.

Evolución de la dinámica del mercado monetario



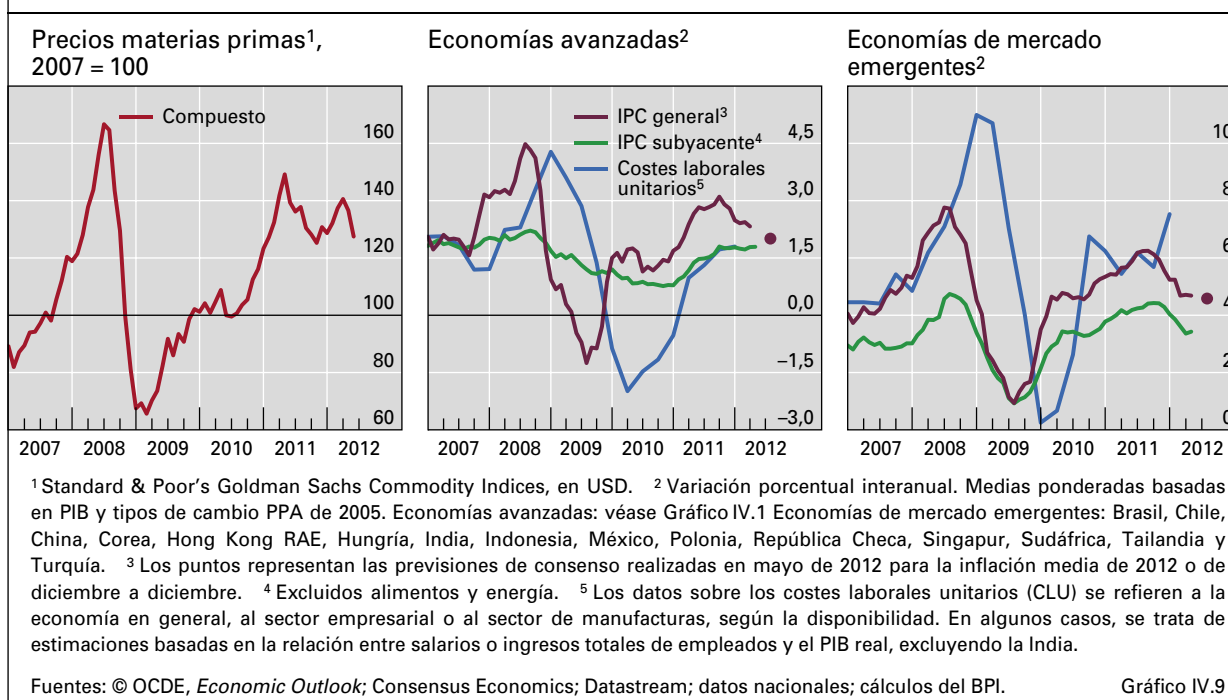
En cuarto lugar, una acomodación monetaria intensa y prolongada podría distorsionar los mercados financieros. Las bajas tasas de interés y las medidas de política de balance de los bancos centrales han modificado la dinámica de los mercados monetarios a un día, lo que podría complicar la salida de la acomodación monetaria (véase el Recuadro IV.B en la página 51). Las compras de activos a gran escala, orientadas a reducir las tasas de interés a largo plazo y los diferenciales de riesgo en los mercados financieros, acaban también debilitando las señales del mercado. Los rendimientos a largo plazo de los principales instrumentos de deuda pública constituyen una referencia esencial para la intermediación financiera. Por tanto, su nivel excepcionalmente bajo (Gráfico IV.4) podría inducir una formación de precios errónea para los activos financieros en general y socavar la función de los mercados financieros para promover una eficaz asignación intertemporal de los recursos.

Con unas tasas oficiales en las principales economías avanzadas situadas desde hace más de tres años en el límite inferior efectivo y los balances de los bancos centrales en continua expansión, estos posibles efectos colaterales requieren una estrecha vigilancia. De hecho, como se examina en los Capítulos III, V y VI, la recuperación continúa siendo frágil debido al fuerte sobreendeudamiento y a los persistentes desequilibrios estructurales, en tanto que las medidas para garantizar la sostenibilidad fiscal y sanear los balances no se han emprendido con el necesario vigor.

Efectos de propagación mundial de la política monetaria

Mientras que es probable que la prolongada relajación monetaria sólo tenga capacidad limitada para generar crecimiento sostenido en las economías avanzadas, sus efectos de propagación al resto del mundo pueden ser importantes. Los amplios y persistentes diferenciales entre las tasas de interés (Gráfico IV.1) estimulan flujos de capital y crédito hacia las economías de

Precios de las materias primas y de consumo y costes laborales unitarios



mercado emergentes de rápido crecimiento, fomentando la apreciación de sus monedas. Esto dificulta aún más a los bancos centrales de esos países la persecución de sus propios objetivos de estabilización. Sus tasas de interés han subido, pero sin mucha convicción, ante unas condiciones macroeconómicas y financieras internas pujantes, al temerse que dichas subidas pudieran ampliar los diferenciales de tasas de interés y alentar nuevas entradas de capital. Como resultado, la política monetaria de las economías de mercado emergentes podría adolecer sistemáticamente de excesiva laxitud, como sugiere la fuerte discrepancia entre las tasas oficiales y las medidas de referencia para las tasas de interés que muestra el Gráfico IV.6.

Las condiciones monetarias laxas imperantes en todo el mundo han venido alentando desde hace tiempo auges crediticios y de precios de los activos en algunas economías de mercado emergentes (véase el Capítulo III). Esto podría provocar la acumulación de desequilibrios financieros similares a los observados en algunas economías avanzadas en los años inmediatamente previos a la crisis mundial. Su corrección causaría importantes perjuicios, también a escala mundial debido a la creciente relevancia de las economías de mercado emergentes en la economía mundial y en las carteras de inversiones.

La laxitud de la política monetaria mundial probablemente también haya contribuido a la fortaleza de los precios de las materias primas a partir de 2009 (Gráfico IV.9, panel izquierdo). Sus cotizaciones se forman en mercados de subasta mundiales y son muy sensibles a las condiciones de la demanda, que a su vez dependen del tono de la política monetaria mundial. La creciente importancia de los inversores financieros en los mercados de materias primas

podría haber elevado la sensibilidad de estos precios a las condiciones monetarias⁷.

El encarecimiento de las materias primas se dejó sentir especialmente en las economías de mercado emergentes, donde ese factor ha ido asociado a dos episodios de alza de la inflación desde 2006 (Gráfico IV.9, panel derecho). La inflación, que se moderó a partir del segundo semestre del año pasado al descender los precios de las materias primas, se situaba a comienzos de 2012 en la mayoría de las economías de mercado emergentes dentro de las bandas que se habían fijado como objetivo los bancos centrales, mientras los mercados aguardaban una leve moderación adicional para lo que resta de año (Gráfico IV.9, panel derecho, punto). Con todo, persisten riesgos de efectos inflacionistas de segunda ronda, ya que los costes laborales unitarios aumentaron en el último trimestre de 2011 (Gráfico IV.9, panel derecho, línea azul). Dada la creciente importancia de las economías de mercado emergentes en las cadenas de suministro mundial, esa circunstancia podría también afectar a la inflación en las economías avanzadas. Dicho esto, a comienzos de 2012 las alzas de precios y salarios en ese grupo de países eran moderadas y se esperaba que la inflación general continuase cayendo en el transcurso del año (Gráfico IV.9, panel central).

La creciente relevancia de los efectos de propagación de la política monetaria sugiere la necesidad de que los bancos centrales ponderen más las implicaciones a escala mundial de sus medidas. En un mundo muy globalizado la política monetaria debería adoptar también una perspectiva más global para garantizar una estabilidad financiera y de precios duradera⁸.

Riesgos a largo plazo para los bancos centrales

Las expectativas de inflación a largo plazo no parecen señalar mayores riesgos para la estabilidad de precios en las principales economías avanzadas y de mercado emergentes. Tanto los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo basados en precios de mercado como aquellos que se basan en encuestas (Gráfico IV.10) han permanecido por lo general estables y cercanos a los objetivos de inflación de los bancos centrales.

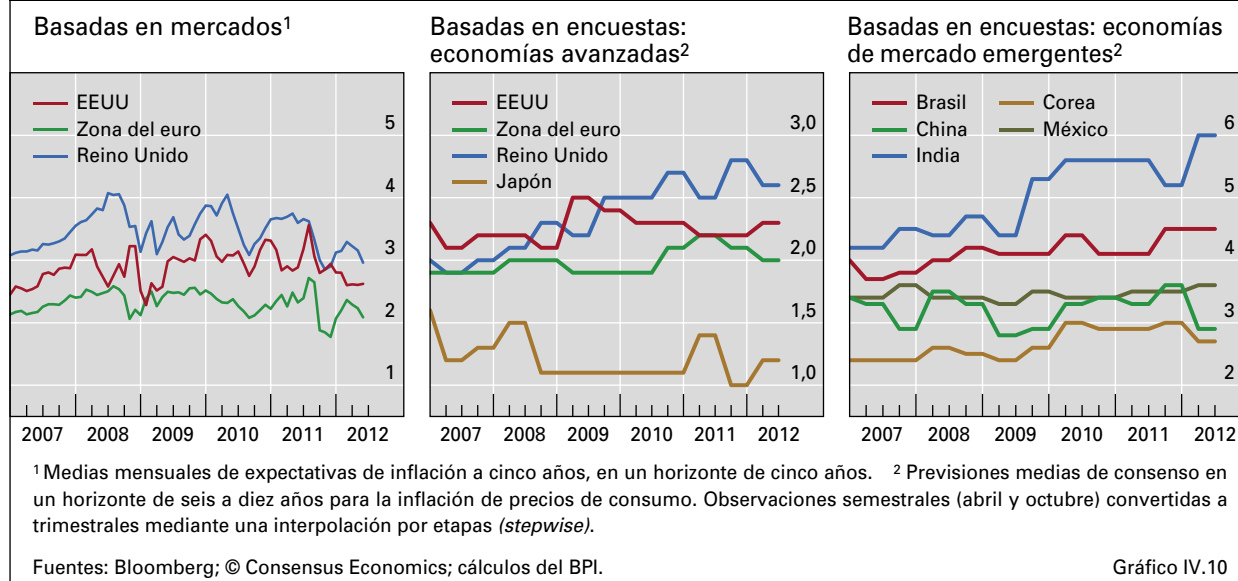
La estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo indica que la credibilidad de los bancos centrales continúa siendo elevada, lo que cabría interpretarse como que éstos aún cuentan con cierto margen de maniobra para suministrar nuevos estímulos monetarios. Sin embargo, la credibilidad de los bancos centrales no debería darse por sentada. En las principales economías avanzadas, si la debilidad económica persiste y los problemas estructurales y de solvencia subyacentes no se resuelven, los bancos centrales podrían verse cada vez más presionados para seguir interviniendo. Esto podría conducir a un círculo vicioso, con una brecha cada vez mayor entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que éstos realmente pueden ofrecer. A su

⁷ Un análisis más detallado de la financiarización de las materias primas y sus consecuencias puede encontrarse en el 81º *Informe Anual del BPI*, junio de 2011, Recuadro IV.B.

⁸ Véase C. Borio, «Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?», *BIS Working Papers* n° 353, septiembre de 2011.

Expectativas de inflación a largo plazo

En porcentaje



vez, esto dificultaría aún más la salida definitiva de la acomodación monetaria y podría, en último término, poner en peligro la credibilidad de los bancos centrales. De igual forma, la continua dependencia en economías de mercado emergentes de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones podría suscitar dudas sobre el compromiso de sus bancos centrales para procurar la estabilidad de precios y acabar con las intervenciones a gran escala en los mercados de divisas. Con el tiempo, estas dudas podrían desanclar gradualmente las expectativas de inflación en todo el mundo.

Esta preocupación se acentúa por los crecientes riesgos de economía política. Las políticas de balance de los bancos centrales han difuminado la línea divisoria entre las políticas monetaria y fiscal. Sus efectos solo pueden valorarse cabalmente como parte del balance consolidado del sector público, y la mayoría de estas políticas podrían ser replicadas por el gobierno. Por tanto, el significado mismo de la independencia de los instrumentos se vuelve confuso cuando los bancos centrales adoptan medidas de política a gran escala a través de sus balances. Así pues, una prolongada utilización de estas medidas genera inquietud por las posibles limitaciones que introducen a la autonomía operativa de los bancos centrales, especialmente cuando la deuda pública transita ya por una senda insostenible en numerosos países (véase el Capítulo V).

Los crecientes riesgos financieros que entrañan los abultados balances de los bancos centrales también podrían socavar su independencia financiera. Las pérdidas financieras no merman *per se* la capacidad operativa de los bancos centrales, pero podrían menoscabar su autonomía operativa si el banco central fuese incapaz de perseguir sus objetivos de política sin recurrir a los recursos financieros del Gobierno⁹.

⁹ Véase P. Stella, «Minimising monetary policy», *BIS Working Papers*, n° 330, noviembre de 2010.

En este contexto de crecientes riesgos a largo plazo para los bancos centrales, la actual estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo no es motivo de complacencia. Si la credibilidad de los bancos centrales acabara erosionándose y las expectativas de inflación aumentaran, sería muy difícil y costoso restablecer la estabilidad de precios, como demostró la experiencia de los años 70.

Resumen

La orientación de la política monetaria mundial es excepcionalmente acomodaticia. Las tasas de interés oficiales se sitúan muy por debajo de las medidas de referencia habituales. Al mismo tiempo, los balances de los bancos centrales han alcanzado un tamaño sin precedentes y continúan aumentando.

En un contexto de crecimiento débil y desempleo elevado en numerosas economías avanzadas, es lógico y natural aplicar una relajación monetaria sostenida. Sin embargo, existe un creciente riesgo de sobrecargar la política monetaria. Por sí sola, una política monetaria de corte acomodaticio no puede resolver problemas de solvencia subyacentes u otros problemas estructurales más profundos. Puede ayudar a ganar tiempo, aunque en la práctica quizá lo haga perder, retrasando posiblemente con ello el retorno a una recuperación autosostenible. Los bancos centrales deben reconocer y comunicar los límites de la política monetaria, aclarando que ésta no puede sustituir a medidas de política capaces de abordar las causas últimas de la fragilidad financiera y la debilidad económica.

La combinación de crecimiento débil y tasas de interés excepcionalmente reducidas en las principales economías avanzadas, junto con las medidas para gestionar los efectos de propagación en economías de mercado emergentes, ha contribuido a transmitir la acomodación monetaria por todo el mundo. Los riesgos resultantes de la acumulación de desequilibrios financieros y de las crecientes presiones inflacionistas en las economías de mercado emergentes podrían tener importantes repercusiones negativas en la economía mundial. Esto sugiere la necesidad de que los bancos centrales tengan más presentes los efectos de propagación a escala mundial de sus políticas monetarias al objeto de garantizar una estabilidad financiera y de precios duradera.

Por último, los bancos centrales deben cuidarse de los riesgos a largo plazo para su credibilidad e independencia operativa. No reconocer los límites de la política monetaria podría abrir una creciente brecha entre lo que se espera de ellos y lo que realmente pueden ofrecer, lo que complicaría la salida definitiva de la acomodación monetaria y en último término podría hacer peligrar su credibilidad y autonomía operativa. La preocupación se acentúa por los riesgos de economía política derivados de la combinación de políticas de balance que han difuminado la línea divisoria entre las políticas monetaria y la fiscal con unas posiciones fiscales insostenibles.