

V. La política monetaria pugna por normalizarse

A lo largo del pasado año, la política monetaria se mantuvo muy acomodaticia en todo el mundo al situarse las tasas de interés oficiales en niveles bajos y seguir ampliándose los balances de los bancos centrales. Pese a la prolongada relajación monetaria no convencional, los bancos centrales de las principales economías avanzadas siguieron enfrentándose a una recuperación inusualmente lenta, lo que sugiere que la política monetaria ha sido relativamente poco eficaz a la hora de impulsar la recuperación de una recesión de balance.

Las economías de mercado emergentes y las pequeñas economías avanzadas abiertas tuvieron que batallar con los efectos secundarios de la relajación monetaria en las principales economías avanzadas. Asimismo, han mantenido sus tasas de interés oficiales en niveles muy bajos, lo que ha contribuido a la acumulación de vulnerabilidades financieras. Esta dinámica parece indicar que la política monetaria debería desempeñar un papel más destacado como complemento de las medidas macroprudenciales cuando se abordan desequilibrios financieros. También apunta a deficiencias en el sistema monetario internacional, ya que las repercusiones mundiales de la política monetaria no están suficientemente internalizadas.

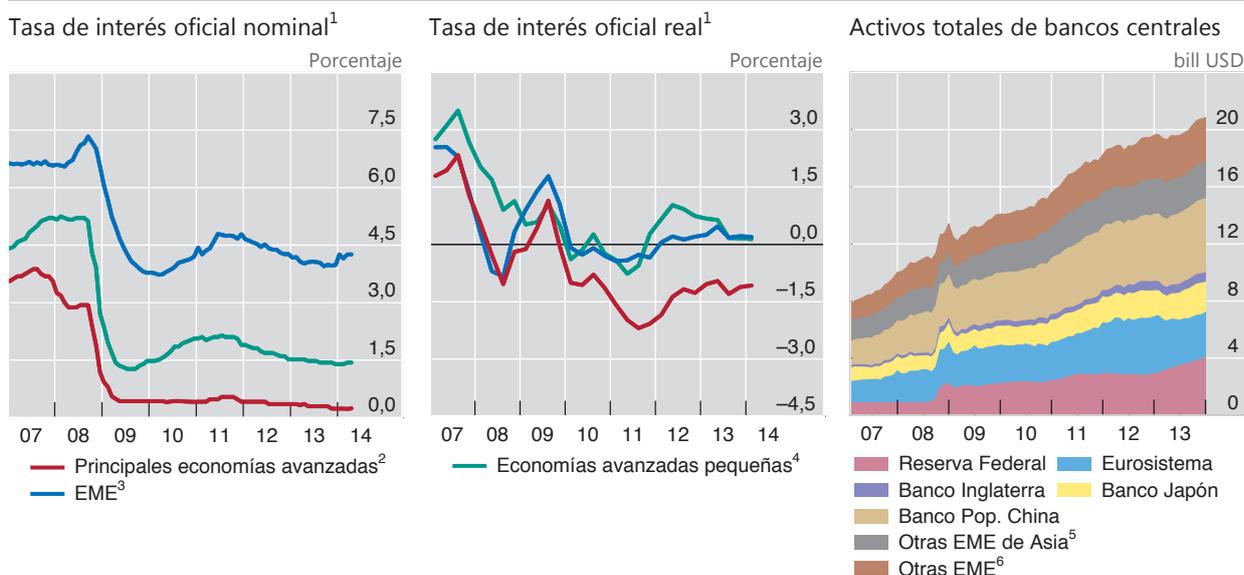
Numerosos bancos centrales afrontaron el pasado año inesperadas presiones desinflacionistas, que son una sorpresa desagradable para los deudores y hacen temer una deflación. No obstante, el riesgo de deflación generalizada parece mínimo: los bancos centrales prevén que la inflación acabará retornando a sus valores objetivo y que las expectativas de inflación a más largo plazo permanecerán bien ancladas. Además, las presiones desinflacionistas por el lado de la oferta han sido en general acordes con el repunte de la actividad económica mundial. La orientación de la política monetaria debe considerar cuidadosamente la persistencia y los factores de oferta de las fuerzas desinflacionistas, así como los efectos secundarios de la relajación de la política monetaria.

Ahora parece más claro que los bancos centrales de las principales economías avanzadas se encuentran en diferentes etapas del proceso de normalización de su política, por lo que dejarán su extraordinaria acomodación en momentos distintos. La transición probablemente será compleja y dificultosa, con independencia de los esfuerzos de comunicación; y, en parte por estas razones, no debería subestimarse el riesgo de que dicha normalización se produzca demasiado tarde y de forma demasiado gradual.

Este capítulo examina la evolución de la política monetaria en el último año y explora a continuación cuatro grandes desafíos a los que se enfrenta: pérdida de eficacia; efectos indirectos; desinflación inesperada; y riesgo de quedar rezagada durante el proceso de salida.

Evolución reciente de la política monetaria

En los últimos 12 meses, las tasas de interés oficiales nominales y reales se han mantenido en niveles muy bajos en todo el mundo y los balances de los bancos centrales siguieron creciendo hasta finales de 2013 (Gráfico V.1). En promedio, las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés oficiales en términos reales por debajo del $-1,0\%$. En el resto del mundo no fueron muy superiores: en un grupo de pequeñas economías avanzadas abiertas —Australia,



¹ Para cada grupo, medias simples de las economías enumeradas. La tasa de interés real es la nominal deflactada por la inflación de precios de consumo. ² Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ³ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi Chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Para Argentina, el deflactor de precios de consumo se basa en estimaciones oficiales que tienen una ruptura por cambio metodológico en diciembre de 2013. ⁴ Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. ⁵ Suma de Taipéi Chino, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁶ Suma de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza— (en adelante, economías avanzadas pequeñas) y en las economías de mercado emergentes (EME) aquí analizadas, las tasas de interés reales fueron apenas ligeramente superiores a cero. La expansión de los activos de los bancos centrales se frenó ligeramente entre 2012 y mediados de 2013, y se aceleró en el segundo semestre de 2013.

Esta extraordinaria relajación de la política monetaria ya se aplica desde hace aproximadamente seis años (Gráfico V.1). Las tasas de interés cayeron en picado a comienzos de 2009. Los activos de los bancos centrales comenzaron a aumentar rápidamente en 2007, y desde entonces se han duplicado con creces, hasta superar su valor agregado los 20 billones de dólares, una cifra sin precedentes (superior al 30% del PIB mundial). Este aumento refleja compras de activos a gran escala y la acumulación de reservas de divisas.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés oficiales en términos nominales cerca del límite inferior cero y, en términos reales, en terreno negativo (Gráfico V.2), pese a las señales de una mejora del crecimiento en los últimos 12 meses¹. En la zona del euro, donde la actividad económica ha sido débil, el BCE redujo a la mitad la tasa de interés de las principales operaciones de financiación en noviembre, hasta dejarla en 25 puntos básicos, y volvió a bajarla 15 puntos básicos en junio, ante la inquietud por la baja inflación y la apreciación de la moneda. En su decisión más reciente, el BCE situó la tasa de interés aplicable a los depósitos 10 puntos básicos por debajo de cero.

¹ En abril de 2013, el Banco de Japón sustituyó la tasa de interés a un día por la base monetaria como objetivo operativo para su política monetaria.

Las tasas de interés oficiales se mantienen bajas y los activos de bancos centrales elevados en las principales economías avanzadas

Gráfico V.2



¹ Tasa de interés oficial nominal deflactada por la inflación de precios de consumo.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Los bancos centrales de Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido recurrieron en gran medida a diversas formas de comunicación orientativa para transmitir su intención de mantener en el futuro las tasas de interés oficiales en niveles bajos (Recuadro V.A). El BCE adoptó una comunicación orientativa de tipo cualitativo en julio de 2013, afirmando que mantendría bajas las tasas de interés oficiales durante un periodo prolongado. En agosto de 2013, el Banco de Inglaterra introdujo la comunicación orientativa basada en umbrales, supeditando las tasas de interés oficiales bajas a criterios relacionados con la tasa de desempleo, previsiones y expectativas de inflación, y los riesgos para la estabilidad financiera. Esta nueva modalidad de orientación se asemejaba en muchos aspectos al método adoptado en diciembre de 2012 por la Reserva Federal, que también hacía hincapié en umbrales de desempleo e inflación. A principios de 2014, al aproximarse antes de lo esperado los valores efectivos de desempleo en Estados Unidos y el Reino Unido a los umbrales mencionados en sus orientaciones, los bancos centrales de ambos países adoptaron una orientación más cualitativa, que incorporaba una noción más amplia de holgura económica.

Los balances de los bancos centrales de las principales economías avanzadas describieron trayectorias divergentes el año pasado (Gráfico V.2, panel derecho). El Banco de Inglaterra y la Reserva Federal relegaron gradualmente la expansión de su balance como principal forma de imprimir un estímulo adicional. En agosto de 2013, el Banco de Inglaterra anunció que mantendría el volumen de activos comprados en 375 000 millones de libras esterlinas, con sujeción a las mismas condiciones de su comunicación orientativa sobre las tasas de interés oficiales. En diciembre de 2013, la Reserva Federal anunció que en enero comenzaría a reducir gradualmente sus compras de activos a gran escala. Desde entonces, el ritmo de repliegue ha sido suave, pero el periodo previo al anuncio de diciembre se reveló todo un desafío de comunicación (Capítulo II). A fecha de hoy, los mercados esperan que el programa de compra de activos concluya antes de que finalice 2014.

Por el contrario, en abril de 2013, el Banco de Japón anunció su programa de relajación cuantitativa y cualitativa (QQE) como principal medio para superar el

Orientación de expectativas con tasas de interés cercanas a cero^①

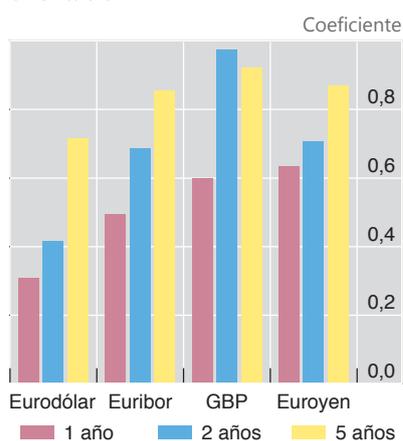
La estrategia de comunicación de los bancos centrales consistente en orientar las expectativas (*forward guidance*) en una coyuntura de tasas de interés cercanas a cero (*zero lower bound*) se ha diseñado con el fin de clarificar la trayectoria prevista de la tasa de interés oficial. Esta comunicación orientativa puede llegar a constituir un estímulo *per se* si el banco central señala que las tasas oficiales seguirán bajas durante más tiempo del previsto por los mercados. También puede reducir la incertidumbre y mitigar la volatilidad de la tasa de interés y, por esa vía, bajar las primas de riesgo.

La estrategia de comunicación orientativa debe cumplir tres condiciones para ser eficaz. En primer lugar, debe ser clara. En principio, la claridad puede mejorarse definiendo la condicionalidad de dicha orientación, pero si esta condicionalidad es excesivamente compleja, explicitar los detalles puede llevar a confusión. En segundo lugar, la comunicación orientativa debe percibirse como un compromiso creíble, es decir, el público debe creerse lo que dice

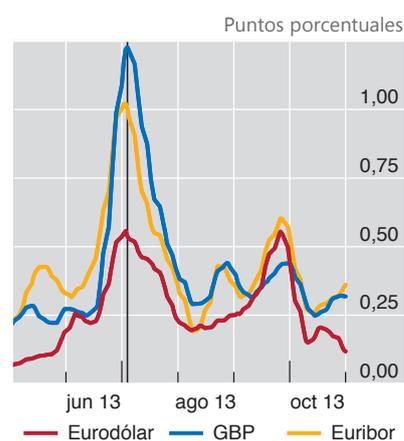
La eficacia de la comunicación orientativa en el límite inferior cero parece limitada

Gráfico V.A

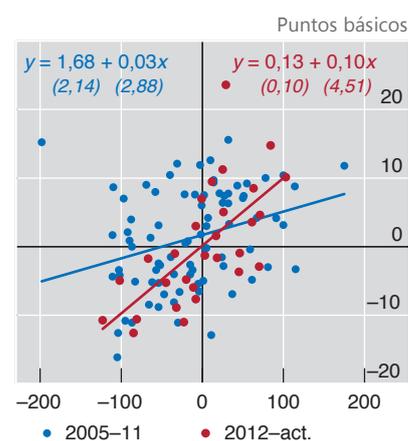
Volatilidad de futuros sobre tasas de interés en periodos con comunicación orientativa frente a periodos con escasa o nula orientación^{1,2}



Contagio de la volatilidad de los futuros sobre tasas de interés a 1 año^{1,3}



Respuesta del rendimiento a 10 años a «sorpresas» en el empleo no agrícola en EEUU⁴



¹ Volatilidad de los contratos de futuros sobre las tasas de interés interbancarias a tres meses; desviación típica de 10 días de las variaciones de los precios diarios. ² Los valores por debajo de 1 indican que los periodos con comunicación orientativa redujeron la medida de volatilidad, que es la volatilidad media materializada de 10 días; cuanto menor es el coeficiente, mayor es la reducción. Periodos con comunicación orientativa mejorada: Reserva Federal = 9 agosto 2011–actualidad; BCE= 4 julio 2013–actualidad; Banco de Inglaterra (BoE) = 7 agosto 2013–actualidad; Banco de Japón (BoJ) = 5 octubre 2010–3 abril 2013. Periodos sin comunicación orientativa o con comunicación orientativa menos explícita: Reserva Federal = 16 diciembre 2008–8 agosto 2011 (comunicación orientativa cualitativa); BCE= 8 mayo 2009–3 julio 2013; BoE = 6 marzo 2009–3 julio 2013; BoJ = 22 diciembre 2008–4 octubre 2010. ³ Medias móviles de 10 días centradas. La línea vertical indica el 4 de julio de 2013, cuando el BCE proporcionó orientación cualitativa y el Banco de Inglaterra comentó sobre la trayectoria de las tasas de interés oficiales que esperaban los mercados. ⁴ El eje de abscisas refleja la «sorpresa» en la variación del dato de empleo no agrícola, calculada como la diferencia entre los valores efectivo y esperado en las encuestas, expresada en miles. El eje de ordenadas muestra la variación en un día del rendimiento de la deuda pública a 10 años, calculada como el valor al cierre de la jornada de la fecha del anuncio menos el valor al cierre de la jornada del día anterior. Entre paréntesis, estadístico *t*.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

el banco central. Cuanto mayor sea la confianza del público, mayor será el efecto potencial de esta estrategia en las expectativas de los mercados y en las decisiones económicas, pero mayor será también el riesgo de una merma indeseada de la flexibilidad del banco central. Por último, incluso si la comunicación orientativa se comprende y genera confianza, debe ser interpretada por el público como se pretende. Por ejemplo, comunicar la intención de mantener las tasas oficiales en el límite inferior cero más tiempo del que espera el mercado podría interpretarse como una señal de que el panorama económico será más sombrío, en cuyo caso los efectos negativos sobre la confianza podrían neutralizar el estímulo pretendido.

La experiencia con la comunicación orientativa indica que ha logrado influir en los mercados en determinados horizontes temporales. Su uso ha permitido reducir la volatilidad de las tasas de interés esperadas en los mercados financieros en horizontes temporales cortos, pero no tanto en horizontes más largos (Gráfico V.A, panel izquierdo), lo que concuerda con la convicción del mercado de que la orientación constituye un compromiso condicional válido exclusivamente para la trayectoria futura a corto plazo de las tasas de interés oficiales. También existe evidencia de que la comunicación orientativa afecta a la sensibilidad de las tasas de interés a largo plazo frente a las noticias económicas. La respuesta de la volatilidad de las tasas de interés en la zona del euro y el Reino Unido frente a la volatilidad de las tasas estadounidenses se redujo considerablemente después de que el BCE y el Banco de Inglaterra adoptasen políticas de comunicación orientativa en el verano de 2013 (Gráfico V.A, panel central). Por otra parte, hay evidencia también de que la comunicación orientativa incrementó la sensibilidad de los mercados a los indicadores utilizados en la orientación. Por ejemplo, a partir de 2012, el rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años se tornó más sensible a la diferencia entre los datos esperados de empleo no agrícola y los datos efectivos (Gráfico V.A, panel derecho); una interpretación es que los datos que apuntaban a una recuperación más vigorosa tendieron a adelantar el momento en el que se esperaba traspasar el umbral de desempleo y al que seguiría una subida de las tasas oficiales.

La comunicación orientativa sobre las tasas oficiales conlleva sus propios riesgos. Si el público no acertase a comprender plenamente el carácter condicionado de esa orientación, podrían ponerse en entredicho la reputación y la credibilidad del banco central, especialmente si la orientación se revisase con frecuencia y de forma sustancial, aun cuando los cambios respetasen las condiciones anunciadas inicialmente. La comunicación orientativa también puede plantear riesgos financieros por dos vías. En primer lugar, si los mercados financieros se centrasen preeminentemente en estas orientaciones, su recalibrado podría provocar perturbaciones en dichos mercados. En segundo lugar, y aún más importante, esta estrategia de comunicación podría llevar a percibir un retardo en el ritmo de normalización de la política monetaria, lo que podría dar lugar a una excesiva asunción de riesgos y fomentar la acumulación de desequilibrios financieros.

① Para un análisis más detallado, véase A. Filardo y B. Hofmann, «Comunicación orientativa de los bancos centrales con tasas cercanas a cero», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2014.

prolongado legado de deflación del país. A partir de entonces, amplió rápidamente su balance, desde menos del 35% del PIB hasta más del 50% a comienzos de 2014.

Como reflejo de la mejora de las condiciones financieras en la zona del euro, el balance del BCE se contrajo en relación al PIB, al reducir los bancos su financiación procedente del banco central, incluida la obtenida a través de sus operaciones de financiación a plazo más largo. Además, hasta la fecha, el BCE no ha activado su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) —compras a gran escala de deuda soberana en los mercados secundarios con sujeción a estrictas condiciones—. No obstante, a principios de junio, el BCE anunció que pondría en marcha este mismo año operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) para respaldar el préstamo bancario al sector privado no financiero de la zona del euro. Asimismo, el BCE decidió intensificar los preparativos para la compra directa en el mercado de bonos de titulización de activos.

Las tasas de interés oficiales también permanecieron muy bajas en las economías avanzadas pequeñas (Gráfico V.3, panel izquierdo). El Banco de Canadá mantuvo su tasa de interés oficial en el 1,0% y reajustó su comunicación orientativa, retrasando la fecha tentativa en que reduciría moderadamente el sesgo expansivo. En Suiza, al permanecer la inflación general en torno a cero o por debajo de ese nivel, el Banco Nacional de Suiza mantuvo el rango de su tasa de interés oficial para el Libor a tres meses en 0–25 puntos básicos, así como el tope fijado para el tipo de cambio del franco suizo con el euro. El Banco Central de Noruega mantuvo las tasas de interés en el 1,5% al ceder las presiones desinflacionistas conforme avanzaba el año. Algunos de los bancos centrales de este grupo revisaron sus tasas de interés oficiales. El Banco de la Reserva de Australia bajó su tasa de interés oficial dos veces, hasta situarla en el 2,5%, para respaldar la recuperación económica. El

Las economías avanzadas pequeñas afrontan una inflación inferior al objetivo y una deuda elevada

Gráfico V.3



¹ Desviación de la inflación respecto del objetivo de inflación del banco central o bien respecto del valor central de la banda objetivo del banco central para todas las economías indicadas en el panel izquierdo. ² Indicadores de deuda y renta agregados para todas las economías enumeradas en el panel izquierdo.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Sveriges Riksbank redujo la suya en 25 puntos básicos, hasta dejarla en 75 puntos básicos, ante una inflación situada persistentemente por debajo del objetivo. En cambio, al constatar un mayor dinamismo económico y expectativas de presiones inflacionistas al alza, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda elevó su tasa de interés en tres ocasiones, en un total de 75 puntos básicos, hasta el 3,25%.

En general, en las políticas aplicadas por los bancos centrales de numerosas economías avanzadas pequeñas influyó considerablemente la evolución de las tasas de inflación. En promedio, estas se habían situado casi 1 punto porcentual por debajo de los objetivos desde principios de 2012 (Gráfico V.3, panel central), y la persistencia de la desinflación indujo a muchos bancos centrales a revisar a la baja sus previsiones de inflación.

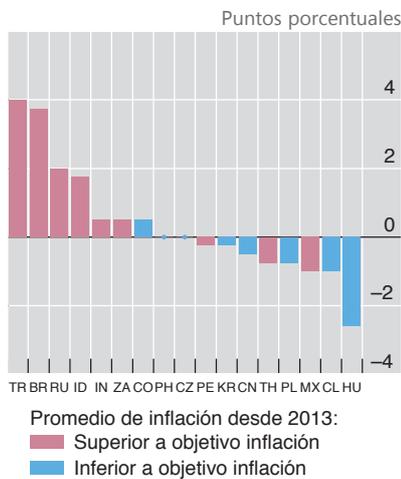
Además, muchos de estos bancos centrales tuvieron que contraponer los efectos macroeconómicos a corto plazo de una inflación baja y una recuperación deslucida con los riesgos a más largo plazo de una acumulación de desequilibrios financieros (Capítulo IV). El endeudamiento de los hogares, siendo ya elevado, siguió creciendo hasta rondar en promedio a finales de 2013 el 175% de la renta disponible neta (Gráfico V.3, panel derecho). Estos elevados niveles, unidos a la perspectiva de un endeudamiento mayor alentado por políticas monetarias acomodaticias, expusieron a estas economías a un brusco deterioro de las condiciones económicas y financieras. En aquellas jurisdicciones en las que los precios de la vivienda eran altos no podía descartarse el riesgo de un ajuste desordenado de los desequilibrios en el sector de los hogares.

En las economías de mercado emergentes, los bancos centrales tuvieron que lidiar en su política monetaria con distintos retos tras la intensa recuperación (que recientemente se ha debilitado) posterior a la crisis. Uno de estos retos surgió de episodios de volatilidad en los mercados financieros asociados a presiones tendentes a la depreciación de sus monedas durante el año (Capítulo II). En general,

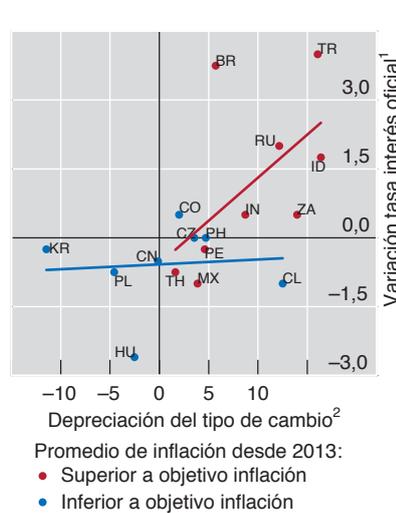
Las EME responden a las tensiones en los mercados mientras crece la preocupación por la estabilidad

Gráfico V.4

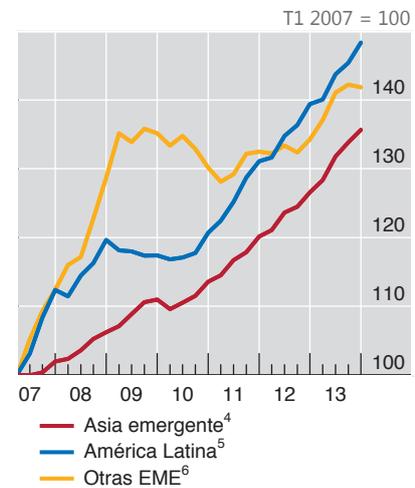
La variación de las tasas de interés oficiales desde abril de 2013...¹



... va ligada a la evolución de los tipos de cambio y de la inflación



Cociente crédito/PIB³



BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

¹ Tasa de interés oficial nominal o alternativa más parecida; para China, tasa *repo* a siete días; variación entre el 1 de abril de 2013 y el 6 de junio de 2014, en puntos porcentuales. ² Variación porcentual en el tipo de cambio efectivo nominal entre el 1 de abril de 2013 y el 6 de junio de 2014. Una cifra positiva (negativa) indica una depreciación (apreciación). ³ Para cada grupo, media simple de las economías enumeradas. ⁴ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁵ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. ⁶ Arabia Saudita, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; BPI.

la firme evolución macroeconómica de muchas EME en el pasado las había protegido de sus repercusiones y les dio cierto margen de maniobra, si bien solo hasta cierto punto. Los países más afectados fueron aquellos con coyunturas económicas y financieras más débiles. En muchos de ellos, los bancos centrales recurrieron a la tasa de interés oficial para defender sus monedas (Gráfico V.4, panel izquierdo). Entre abril de 2013 y principios de junio de 2014, varios bancos centrales endurecieron considerablemente sus políticas monetarias en términos netos: lo hizo Turquía, en 400 puntos básicos (incluido un incremento de 550 puntos básicos en un solo día en enero), y también Rusia e Indonesia (en 200 y 175 puntos básicos respectivamente). La India y Sudáfrica subieron sus tasas oficiales 50 puntos básicos, al tiempo que Brasil fue haciéndolo gradualmente a lo largo del periodo, hasta 375 puntos básicos, al contribuir la depreciación de su moneda y otras fuerzas a mantener elevadas las presiones inflacionistas. Las respuestas de las autoridades de las EME a la depreciación de sus monedas podrían haber reflejado en parte su experiencia reciente con la inflación (Gráfico V.4, panel central). Donde la inflación superaba su nivel objetivo, las presiones hacia la depreciación fueron en general más fuertes y las tasas de interés oficiales subieron en mayor medida. Esta relación no parece existir donde la inflación se situaba en su objetivo o por debajo de este.

Las autoridades monetarias de las EME menos afectadas por salidas de capital y presiones cambiarias dispusieron de mayor margen de maniobra para reaccionar a otros acontecimientos. En Chile y México, los bancos centrales recortaron sus tasas de interés oficiales cuando sus economías dieron muestras de desacelerarse. En la República Checa, la tasa de interés oficial se mantuvo en niveles reducidos

al situarse la inflación por debajo del objetivo, y el banco central decidió utilizar el tipo de cambio como un instrumento adicional para relajar las condiciones monetarias estableciendo un tope para el tipo de cambio de la corona con el euro. Polonia redujo sus tasas de interés oficiales en varias ocasiones en cuanto se impusieron las presiones desinflacionistas. En China, el banco central mantuvo la orientación de su política monetaria, con cierta desaceleración del crecimiento de la masa monetaria y del crédito al aumentar la inquietud por la estabilidad financiera, especialmente en relación con la expansión del sector financiero no bancario.

Varias EME realizaron también el pasado año operaciones en las que intervenía moneda extranjera para ayudar a absorber presiones tendentes a una depreciación no deseada de sus monedas (Cuadro Anexo V.1). En una serie de ellas, como por ejemplo Brasil, Indonesia, Rusia y Tailandia, menguaron las reservas de divisas; en algunas de estas economías representó la primera disminución anual en muchos años.

La expansión del crédito en muchas EME ha venido suscitando inquietud sobre la estabilidad financiera, sobre todo en un entorno de volatilidad de los mercados financieros. En el caso del grupo de EME analizado aquí, el cociente crédito/PIB se incrementó en promedio en torno al 40% entre 2007 y 2013 (Gráfico V.4, panel derecho). Persisten dudas sobre la mejor combinación de herramientas monetarias, macroprudenciales y de gestión de flujos de capital para estos bancos centrales.

Principales desafíos de política monetaria

Los bancos centrales afrontan una serie de desafíos importantes. Para las principales economías avanzadas que se están recuperando de recesiones de balance (inducidas por una crisis financiera y una acumulación insostenible de deuda), el principal reto ha sido calibrar la política monetaria en un momento en el que esta parece haber perdido parte de su capacidad de estímulo económico. Para muchas EME y economías avanzadas pequeñas, el principal reto ha sido la acumulación de vulnerabilidades financieras y el riesgo de incremento de la volatilidad en los flujos de capitales, problemas estos que se complican por las repercusiones mundiales de la política monetaria. En todo el mundo, numerosos bancos centrales pugnan con las desconcertantes presiones desinflacionistas que se materializaron el pasado año. Y, de cara al futuro, se suscitan cuestiones sobre el momento y el ritmo oportunos de normalizar la política.

Reducida eficacia de la política monetaria

Los bancos centrales desempeñaron una función fundamental en la contención de las repercusiones de la crisis financiera. No obstante, a pesar de la relajación de la política monetaria de los últimos seis años en las principales economías avanzadas, la recuperación ha sido inusualmente lenta (Capítulo III), lo que plantea dudas sobre la eficacia de la política monetaria expansiva después de la crisis.

Esta eficacia ha sido limitada por dos razones: el límite inferior cero de las tasas de interés oficiales nominales y el legado de las recesiones de balance. En primer lugar, el límite inferior cero restringe la capacidad de los bancos centrales para reducir las tasas de interés oficiales y estimular la demanda. Esto explica los intentos de proporcionar un estímulo adicional guiando las expectativas sobre la senda futura de la tasa de interés oficial y mediante las compras de activos a gran escala. Pero estas políticas también tienen sus limitaciones. Por ejemplo, las primas por plazo y los diferenciales por riesgo de crédito ya eran muy bajos en muchos países

(Gráfico II.2), por lo que no había mucho margen de estrechamiento. Además, unas primas por plazo comprimidas, y a veces incluso negativas, reducen los beneficios de la transformación de vencimientos y, por tanto, pueden de hecho reducir los incentivos de los bancos para conceder crédito. Por otra parte, el alcance de las tasas de interés nominales negativas es muy limitado y no está clara su eficacia. Su impacto en el préstamo es dudoso y el pequeño margen para las reducciones atenúa los efectos sobre el tipo de cambio, que a su vez también depende de la reacción de terceros. En general, en el límite inferior cero, resulta cada vez más difícil proporcionar un estímulo adicional.

En segundo lugar, el legado de las recesiones de balance entumece la eficacia de la política. Esto se debe, en parte, a factores financieros. Cuando se deteriora el sector financiero, la oferta de crédito es menos sensible a recortes en las tasas de interés. Por su parte, la demanda de crédito por los sectores no financieros adolece de languidez: lo que estos más bien buscan es pagar la deuda que contrajeron partiendo de expectativas demasiado optimistas sobre sus ingresos. Esto explica que las «recuperaciones sin crédito» constituyan la regla en estas situaciones (Capítulo III). Ahora bien, parte del legado de las recesiones de balance está relacionado con factores no financieros. La deficiente asignación de capital y trabajo que acompaña a los auges financieros insostenibles puede restar eficacia a las políticas de gestión de la demanda, ya que estas solo tratan los síntomas en lugar de los problemas de fondo. Por ejemplo, el sector de la construcción residencial sería habitualmente más sensible que muchos otros a unas tasas de interés reducidas, pero creció demasiado durante el periodo de auge. De hecho, los registros históricos indican que la relación positiva entre el grado de acomodación monetaria durante las recesiones y la solidez de la recuperación posterior desaparece cuando la recesión está asociada a una crisis financiera (Recuadro V.B). Además, el desapalancamiento durante la recesión, con independencia de cómo se mida, acaba dando paso a una recuperación posterior más intensa.

Nada de esto significa que la acomodación monetaria no tenga ningún papel que desempeñar en la recuperación de una recesión de balance. Un cierto grado de acomodación fue claramente necesario en las primeras etapas de la crisis financiera para contener sus consecuencias. Pero la relativa ineficacia de la política monetaria significa que no puede sustituir a las medidas que abordan los problemas de fondo, promoviendo el necesario saneamiento de balances y reformas estructurales.

A menos que así se reconozca, tal eficacia limitada solo conducirá a un esfuerzo infructuoso al insistirse en aplicar las mismas medidas de forma aún más enérgica. La consecuencia de todo ello no es solo la insuficiencia en los avances, sino también la amplificación de efectos secundarios no intencionados, algunos de los cuales se han puesto bien de manifiesto en el periodo posterior a la crisis². En concreto, una relajación monetaria intensa y prolongada resta incentivos para sanear balances e implementar reformas estructurales que son necesarias, obstaculizando con ello la imperativa reasignación de recursos; puede fomentar una excesiva asunción de riesgo en los mercados financieros (Capítulo II), y también generar indeseados efectos indirectos en otras economías que se hallen en momentos diferentes de sus ciclos económico y financiero (véase más adelante). Dicho de otra manera, en un contexto de eficacia limitada de la política monetaria, el equilibrio entre costes y beneficios de prolongar la acomodación monetaria se ha deteriorado con el tiempo.

² Véase J. Caruana, «Hitting the limits of “outside the box” thinking? Monetary policy in the crisis and beyond», discurso pronunciado en la Golden Series Lecture del Foro Oficial de Instituciones Monetarias y Financieras (OMFIF), Londres, 16 de mayo de 2013.

Eficacia de la política monetaria tras recesiones de balance

Los datos históricos avalan la interpretación de que una política monetaria acomodaticia durante la fase recesiva de un ciclo económico normal contribuye a fortalecer la recuperación posterior. Sin embargo, esta relación no es estadísticamente significativa cuando la recesión está vinculada a una crisis financiera. Así, cuando un ciclo económico va acompañado de una crisis, la relación entre la tasa de interés real a corto plazo media durante la recesión y la tasa media de crecimiento durante la recuperación posterior no tiene el signo que cabría esperar en el caso de un ciclo económico sin crisis (Gráfico V.B, panel izquierdo).

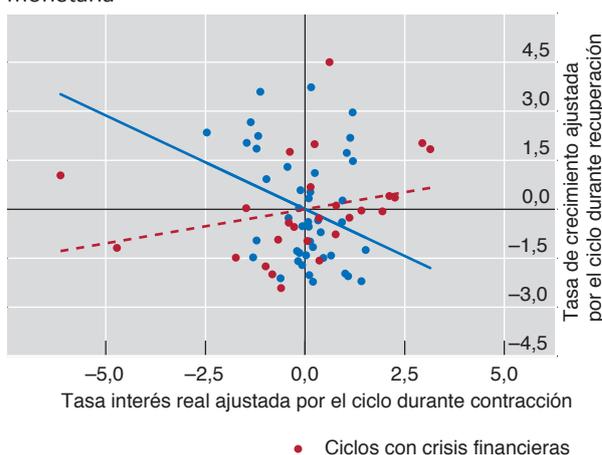
Esto podría explicarse por el hecho de que la presión para el desapalancamiento posterior a la crisis reduce la sensibilidad de la economía a las tasas de interés. De hecho, hay evidencia de que, al contrario de lo que sucede durante recesiones normales, un factor clave para que la recuperación de una recesión de balance sea más fuerte es el desapalancamiento del sector privado (Gráfico V.B, panel derecho).

La política monetaria es ineficaz y el desapalancamiento es clave en recuperaciones tras recesiones de balance¹

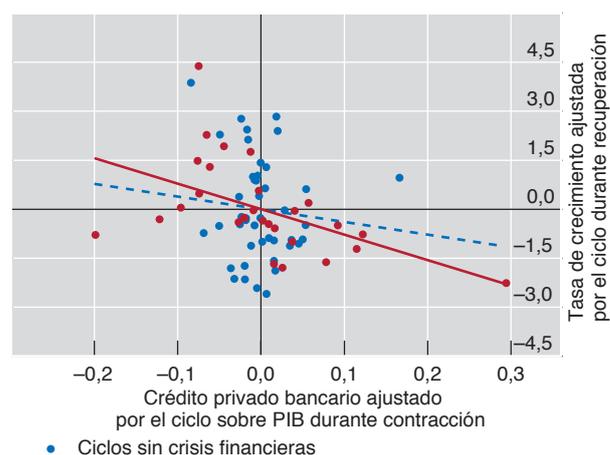
En porcentaje

Gráfico V.B

Recuperaciones económicas y orientación de la política monetaria



Recuperaciones económicas y desapalancamiento



¹ La línea continua de la regresión indica que existe una relación estadísticamente significativa (la discontinua, no significativa). Para una muestra de 24 economías desde mediados de los años 60. Las contracciones se definen como periodos con PIB real decreciente y las recuperaciones como periodos que finalizan cuando el PIB real supera el máximo anterior. Los datos abarcan 65 ciclos económicos, incluyendo 28 ciclos con una crisis financiera justo antes del máximo. Los puntos que representan para ciclos se han ajustado por la profundidad de la recesión precedente y por la tasa de interés en el máximo cíclico. Véanse más detalles en Bech et al (2014).

Fuentes: M. Bech, L. Gambacorta y E. Kharroubi, «Monetary policy in a downturn: are financial crises special?», *International Finance*, vol. 17, primavera de 2014, pp. 99–119 (también disponible en *BIS Working Papers*, n° 388, en www.bis.org/publ/work388.pdf); OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

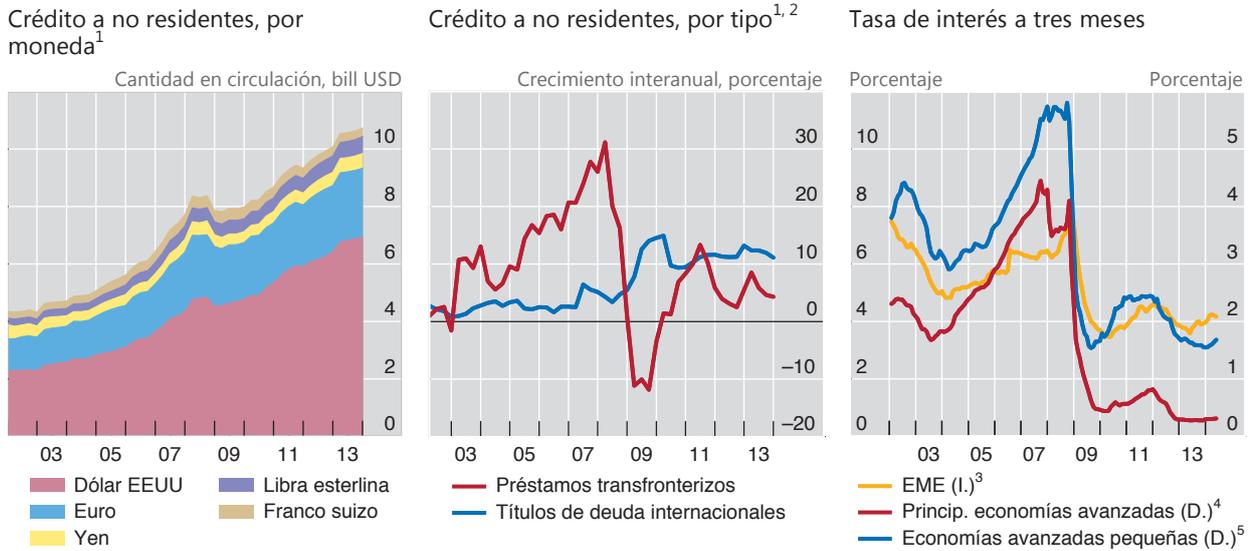
Efectos indirectos de la política monetaria

Las EME y las economías avanzadas pequeñas han estado luchando con los efectos secundarios de las políticas monetarias acomodaticias de las principales economías avanzadas, que actúan vía flujos financieros transfronterizos y precios de los activos (tipo de cambio incluido), así como a través de respuestas de política económica³.

³ Véase J. Caruana, «International monetary policy interactions: challenges and prospects», discurso pronunciado en la conferencia CEMLA-SEACEN en Punta del Este, Uruguay, 16 de noviembre de 2012.

El endeudamiento mundial en moneda extranjera aumenta y las tasas de interés a corto plazo están correlacionadas

Gráfico V.5



¹ A a tipos de cambio a 31 de diciembre de 2013. Para cada moneda, crédito a prestatarios no financieros no residentes en el respectivo país o zona de emisión. El crédito incluye los préstamos a entidades no bancarias y títulos de deuda de emisores no financieros. Además, en países no declarantes al BPI, los préstamos en cada una de las monedas enumeradas concedidos por bancos locales a residentes en el país se aproximan por los respectivos préstamos transfronterizos recibidos por los bancos, al suponer que dichos fondos se prestan a continuación al sector no bancario. ² A partir del crédito agregado en las monedas que figuran en el panel izquierdo. ³ Media simple de Arabia Saudita, Brasil, Chile, China, Taipéi Chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ⁴ Media simple de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ⁵ Media simple de Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; estadísticas del BPI sobre deuda internacional y estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Las políticas monetarias tan acomodaticias instrumentadas en las principales economías avanzadas influyen en la asunción de riesgo y, por consiguiente, en los rendimientos de activos denominados en diferentes monedas. Como resultado, una extraordinaria acomodación puede inducir ajustes importantes en los precios de los activos y en los flujos financieros en otros lugares. Estos vínculos se han reforzado a medida que los mercados financieros en EME se han desarrollado e integrado más con el resto del mundo. Por ejemplo, los rendimientos de los bonos en moneda local han mostrado una mayor correlación en los últimos años⁴.

El dólar y las demás monedas internacionales desempeñan a este respecto un papel esencial. Al utilizarse de forma generalizada fuera del país de emisión, ejercen una influencia directa en las condiciones financieras internacionales. Por ejemplo, el volumen de crédito en circulación denominado en dólares fuera de Estados Unidos rondaba los 7 billones de dólares a finales de 2013 (Gráfico V.5, panel izquierdo). Cuando las tasas de interés expresadas en estas monedas son bajas, a los prestatarios de las EME les resulta más barato endeudarse en ellas, y quienes ya han tomado préstamos a tasas de interés variable disfrutaban de costes de financiación menores. Antes de la crisis, los flujos de crédito en dólares en particular se regían

⁴ Véase P. Turner, «The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs», *BIS Working Papers*, nº 441, febrero de 2014.

por los préstamos bancarios transfronterizos; desde 2008, la actividad en los mercados internacionales de capital se ha disparado (Gráfico V.5, panel central)⁵.

Las respuestas de política también importan. Los bancos centrales encuentran difícil operar con tasas de interés oficiales que diverjan considerablemente de las correspondientes a las monedas principales, en especial cuando se trata del dólar. El temor a una sobrevaloración de la moneda nacional y a entradas de capitales les hace renuentes a aceptar diferenciales de tasas de interés considerables y posiblemente volátiles, lo que contribuye a una alta correlación en la evolución de la tasa de interés a corto plazo (Gráfico V.5, panel derecho). De hecho, existen cada vez más pruebas de que las tasas de interés oficiales de Estados Unidos influyen significativamente en las tasas oficiales de otras partes del mundo (Recuadro V.C).

De este modo, unas tasas de interés muy bajas en las principales economías avanzadas plantean un dilema a otros bancos centrales. Por un lado, vincular las tasas oficiales del país a las tasas muy bajas prevalecientes en el extranjero ayuda a mitigar la apreciación de la moneda y la entrada de capitales. Por otro lado, puede también alentar auges financieros en el país y favorecer con ello la acumulación de vulnerabilidades. De hecho, está demostrado que los países cuyas tasas oficiales han estado en niveles inferiores a sus valores de referencia tradicionales, que tienen en cuenta la evolución de la producción y de la inflación, también han registrado los mayores auges de crédito (Capítulo IV).

Para resolver este dilema, los bancos centrales han confiado en gran medida en instrumentos de naturaleza macroprudencial, que han demostrado ser muy útiles para aumentar la resiliencia del sistema financiero, pero han tenido una eficacia solo parcial en la contención de la acumulación de desequilibrios financieros (Capítulo IV y Recuadro VI.D). Una razón clave es que, como en el caso de las medidas de gestión de los flujos de capital, las herramientas macroprudenciales están expuestas a arbitraje regulador. El corolario es que confiar exclusivamente en medidas macroprudenciales no es suficiente y que dichas medidas han de complementarse por lo general con las de política monetaria. A diferencia de las herramientas macroprudenciales, la tasa de interés oficial es un factor que determina el precio del apalancamiento en una determinada divisa para toda la economía, por lo que su impacto es más penetrante y menos fácil de eludir. Los países que recurren a la política monetaria de forma más enérgica para complementar su política macroprudencial deben aceptar un mayor grado de flexibilidad del tipo de cambio.

No recurrir a la política monetaria puede plantear más adelante retos aún más graves. Permitir que se acumulen a lo largo del tiempo desequilibrios financieros exacerbaría la vulnerabilidad de un país frente a su corrección, infligiendo un daño mayor y, muy probablemente, precipitando también una crisis externa. Pero si no se corrigen o el país sufre una perturbación externa, al banco central le resultará muy difícil subir las tasas de interés sin generar las tensiones financieras que precisamente trataba de evitar. Aún no se han producido contracciones financieras en toda regla en las EME o economías avanzadas pequeñas, pero los países en los que el crecimiento del crédito había sido relativamente elevado resultaron ser más vulnerables al periodo de tensión en los mercados de mayo-junio de 2013 (Capítulo II). Esto indica que un endurecimiento más gradual pero temprano es preferible a una respuesta más tardía pero brusca, puesto que las respuestas tardías provocan un ajuste más traumático.

⁵ Véase R. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage», *Economic Policy*, de próxima publicación.

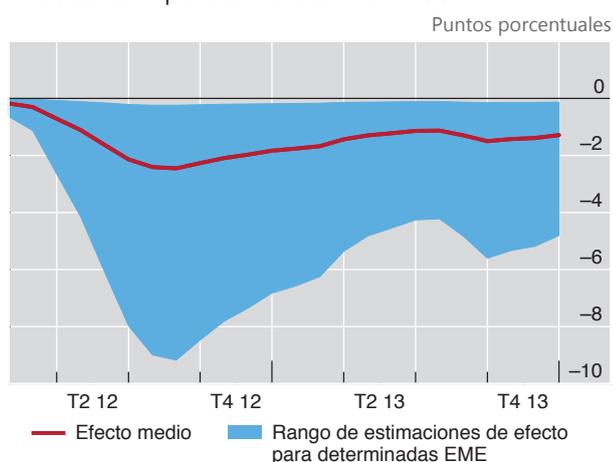
Efecto de la política monetaria de EEUU sobre las tasas de interés oficiales de las EME: pruebas basadas en las reglas de Taylor

Una forma de evaluar las repercusiones de la política monetaria de EEUU en las tasas de interés oficiales de las EME es estimar reglas de Taylor ampliadas para distintas EME. La tasa de interés de cada economía de la muestra se modela como una función de la tasa de inflación nacional, la brecha del producto nacional y la tasa de interés oficial «sombra» de Estados Unidos¹. La tasa «sombra» se ha concebido para recoger el efecto de las medidas de política monetaria no convencional de la Reserva Federal, como sus programas de compra de activos a gran escala. El universo muestral lo componen 20 EME en el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el tercero de 2013.

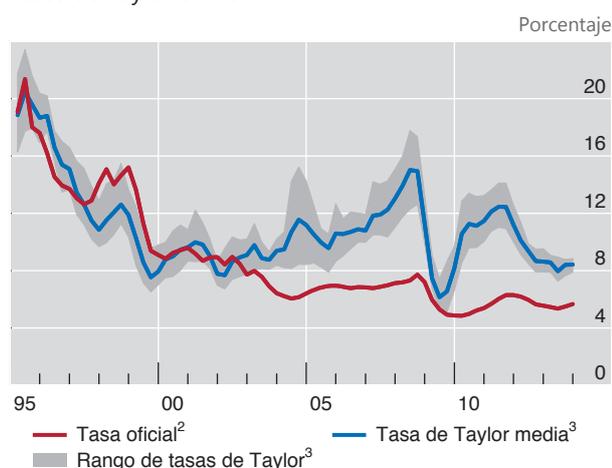
El efecto de la política monetaria de EEUU resulta ser estadísticamente significativo para 16 de las 20 EME. Desde 2012, la política monetaria más acomodaticia de EEUU se asocia con una reducción media de 150 puntos básicos en las tasas de interés oficiales de las EME (Gráfico V.C, panel izquierdo), aunque el efecto ha variado sustancialmente entre las economías y a lo largo del tiempo. La respuesta a la inflación fue a menudo más débil de lo prescrito por la regla de Taylor convencional. Estos resultados son congruentes con la conclusión de que las tasas de interés oficiales de las EME se han situado durante el último decenio por debajo del nivel que correspondería a las condiciones macroeconómicas reflejadas en las reglas de Taylor convencionales (Gráfico V.C, panel derecho).

Fuerte influencia de la política monetaria en Estados Unidos en la fijación de tasas de interés oficiales en EME

Gráfico V.C

El efecto de la política monetaria de EEUU¹

Tasas de Taylor en las EME



¹ El componente de la ecuación de Taylor ampliada inducido por la tasa oficial «sombra» de Estados Unidos cuando es significativo al nivel del 5%. Los datos corresponden a Brasil, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur (tasa a un día), Sudáfrica y Turquía. ² Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005 para Argentina, Brasil, China, Taipéi Chino, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica y Tailandia. ³ Rango y nivel medio de las tasas de Taylor para todas las combinaciones de la brecha inflación-producto. Véase B. Hofmann y B. Bogdanova, «Reglas de Taylor y política monetaria: ¿una «Gran desviación» mundial?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Pese a ser estadísticamente robustos y coherentes con las conclusiones de otros estudios², estos resultados han de interpretarse con cautela. La medición de variables inobservables, como la brecha del producto, está plagada de dificultades. Incluso la tasa oficial podría no ser una medida exacta de las condiciones monetarias, ya que los bancos centrales de EME han utilizado cada vez más medidas no basadas en las tasas de interés para influir en las condiciones monetarias. Y los resultados, aunque representativos para los bancos centrales de las EME en su conjunto, no necesariamente se sostienen en el caso de cada banco central.

① Para obtener información adicional sobre la estimación, véase E. Takáts y A. Vela, «International monetary policy transmission», *BIS Papers*, de próxima publicación. La tasa oficial «sombra» se desarrolla en M. Lombardi y F. Zhu, «A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound», *BIS Working Papers*, n° 452, junio de 2014. ② Véanse, p. ej., C. Gray, «Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy», *Atlantic Economic Journal*, vol. 41, n° 2, 2013, pp. 173–84; M. Spencer, «Updating Asian "Taylor rules"», Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28 de marzo de 2013; y J. Taylor, «International monetary policy coordination: past, present and future», *BIS Working Papers*, n° 437, diciembre de 2013.

Los perturbadores efectos indirectos de la política monetaria han puesto de relieve insuficiencias del sistema monetario internacional. Las principales economías avanzadas han encontrado evidentemente difícil tener plenamente en cuenta estos efectos secundarios. Si los auges financieros se tornasen en contracciones, su coste para la economía mundial podría llegar a ser muy oneroso, tanto más por cuanto el peso económico de los países afectados ha aumentado sustancialmente. La captura de estos efectos indirectos sigue siendo un desafío importante: se requieren marcos analíticos en los que los factores financieros tengan un papel mucho más importante que el que les atribuyen hoy en día las instituciones responsables de las políticas, así como una mejor comprensión de los vínculos globales.

Desinflación inesperada y riesgos de deflación

Numerosos bancos centrales se enfrentaron el último año a inesperadas presiones desinflacionistas, que tuvieron el efecto de mantener o situar la inflación por debajo de sus objetivos. Las presiones sorprendieron particularmente en las economías avanzadas, pues la tan anhelada recuperación parecía estar afianzándose (Capítulo III). Uno de los retos clave de política monetaria ha sido cómo responder mejor a dichas presiones.

Ceteris paribus, una caída inesperada de la inflación por debajo de los objetivos suele requerir una relajación de la política monetaria. Sin embargo, para determinar cuál es la respuesta idónea hay que considerar una serie de factores adicionales. Especialmente importantes son los beneficios y costes percibidos de la desinflación. Otro factor, anteriormente señalado, es la evidencia que sugiere que la eficacia de una política monetaria expansiva es reducida en el límite inferior cero, sobre todo durante la recuperación de una recesión de balance.

Los acontecimientos recientes indican que la probabilidad de que persistan las presiones desinflacionistas es baja. Las expectativas de inflación a largo plazo (a entre seis y 10 años vista) se han mantenido bien ancladas hasta la fecha de redacción de este informe (Gráfico V.6), lo que sugiere que probablemente la inflación no continuará mucho tiempo por debajo de los objetivos oficiales. En tales condiciones sería menos probable un refuerzo mutuo de las inflaciones salarial y de precios (es decir, que no entrarían en juego «efectos de segunda ronda»). Por ejemplo, el descenso de los precios de las materias primas desde sus recientes máximos históricos ha contribuido a las presiones desinflacionistas en estos últimos años. Incluso si estos precios se estabilizasen en sus niveles actuales en lugar de remontar, como a fecha de hoy parece el caso, dichas presiones desaparecerían. Este es exactamente el mismo razonamiento que indujo a algunos bancos centrales a aceptar en años anteriores niveles de inflación persistentemente por encima de sus objetivos. Por supuesto, si el anclaje de las expectativas de inflación perdiese firmeza, la preocupación por las presiones desinflacionistas sería mayor.

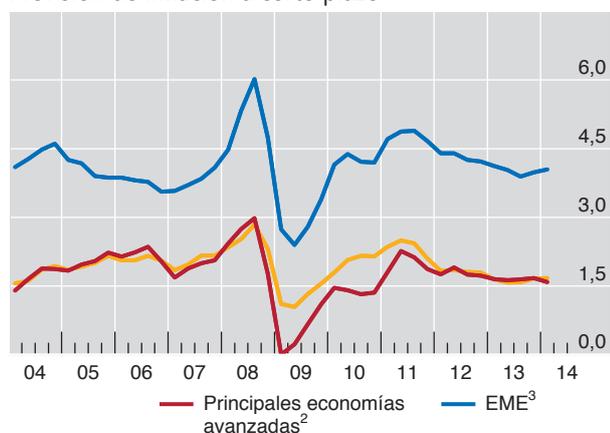
Incluso si las inesperadas presiones desinflacionistas se prolongan en el tiempo, los costes podrían ser menores de lo que suele pensarse. El origen de las presiones es importante: cuando estas nacen de una evolución favorable de factores de oferta y no de una insuficiencia de la demanda, es bien sabido que los costes asociados son menores. En parte, las recientes presiones desinflacionistas reflejan

Expectativas de inflación bien ancladas¹

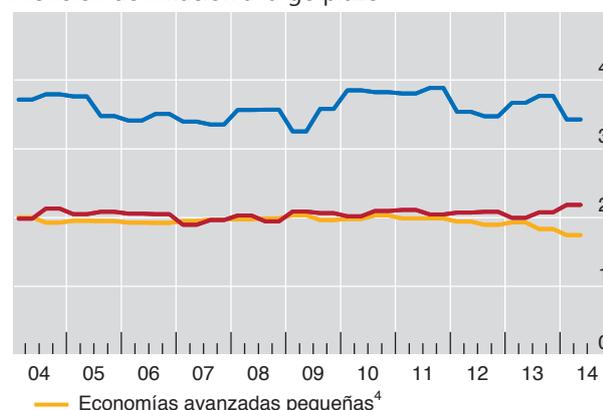
Tasa interanual, en porcentaje

Gráfico V.6

Previsión de inflación a corto plazo



Previsión de inflación a largo plazo



¹ Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005 de las economías enumeradas. La previsión a corto plazo es la previsión media a un año vista de la inflación de los precios de consumo, a partir de las previsiones de consenso del año en curso y del año próximo; para la India, inflación de precios al por mayor. La previsión a largo plazo es la previsión de consenso media en un horizonte de seis a diez años de la inflación de los precios de consumo; para la India, inflación de precios al por mayor a partir del T4 2011. Observaciones semestrales (marzo/abril y septiembre/octubre) convertidas a trimestrales mediante una interpolación por etapas (*stepwise*). ² Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ³ Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Turquía. ⁴ Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza; para la previsión de inflación a largo plazo, dato agregado excluidos Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Consensus Economics.

esas fuerzas positivas por el lado de la oferta, sobre todo la mayor competencia transfronteriza propiciada por la continua globalización de la economía real (Capítulo III).

El análisis sobre brechas negativas de inflación también se aplica a caídas reales y persistentes del nivel de precios y, hasta la fecha y esencialmente por las mismas razones, los bancos centrales han considerado desdeñable el riesgo de deflación. De hecho, el registro histórico indica que las espirales deflacionistas han sido muy infrecuentes y que los periodos de deflación, especialmente los de deflación leve, han estado asociados a un crecimiento económico sostenido (Recuadro V.D). Efectivamente, en las últimas décadas algunos países han registrado crecimiento con desinflación, sin duda por la influencia de factores de oferta positivos.

No obstante, habida cuenta de los elevados niveles de deuda actuales, cabría preguntarse si no debería preocupar más la posibilidad de que los precios bajen. Sin duda alguna, la existencia de abultadas deudas hace que las bajadas de precios generalizadas tengan un coste más alto. Salvo que las tasas de interés en los contratos en vigor se ajusten en esa misma medida, las caídas de precios elevan *ceteris paribus* la carga de la deuda como proporción de la renta. Sin embargo, históricamente el daño causado por caídas de precios de activos se ha demostrado mucho más oneroso que el abaratamiento general de los bienes y servicios: dado el rango de fluctuaciones, su efecto en el patrimonio neto y en la actividad económica ha sido sencillamente mucho mayor (Recuadro V.D). Por ejemplo, los problemas en Japón se originaron primordialmente por el hundimiento del valor de los activos, en especial de los precios inmobiliarios, al tornarse la expansión financiera en contracción, y no por una desinflación general y gradual.

Más en general, las preocupaciones de estabilidad financiera cuestionan la inteligencia de tratar de reconducir la inflación hacia su objetivo en el horizonte

Los costes de la deflación: antecedentes históricos

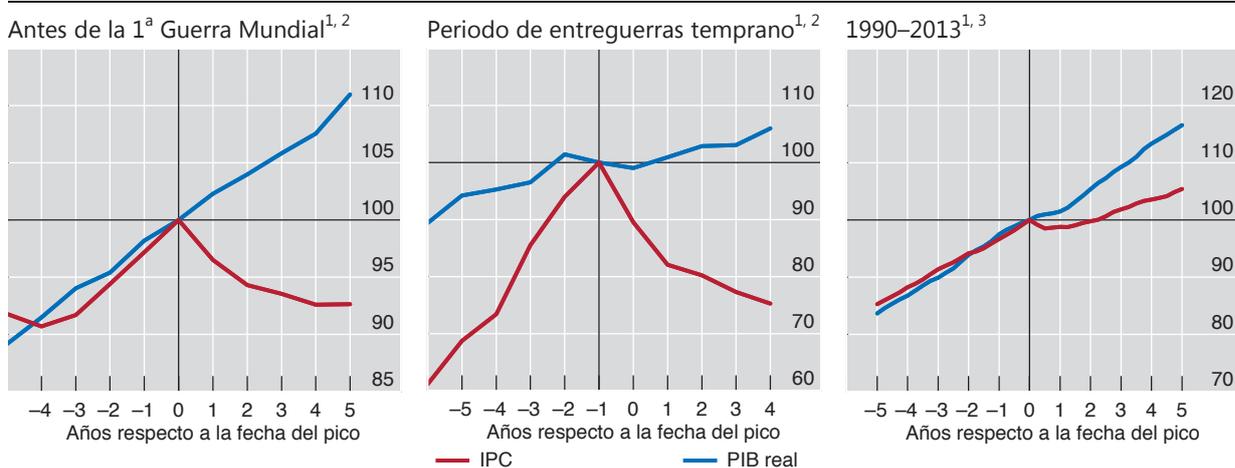
No todas las deflaciones son iguales. Debido a la prevalencia de descensos de precios en el siglo XIX y a principios del XX, así como desde la década de 1990, los datos históricos revelan aspectos importantes de la dinámica de la deflación, de los que destacan cuatro.

En primer lugar, los registros históricos están repletos de ejemplos de deflaciones «buenas» o, al menos, «benignas», en el sentido de que se corresponden con periodos en los que la economía crecía a su tasa tendencial o bien sufría un retroceso moderado y pasajero. En el periodo previo a la Primera Guerra Mundial, los episodios deflacionistas fueron en general benignos y el PIB continuó creciendo pese a las caídas de los precios (Gráfico V.D, panel izquierdo). El crecimiento real medio en los cinco años previos al pico de los precios se asemejaba a la tasa de crecimiento de los cinco años posteriores (2,3% frente al 2,1%). En el periodo de entreguerras (especialmente en la década de 1920) fueron más frecuentes deflaciones algo más perjudiciales («malas») (Gráfico V.D, panel central): el PIB también aumentó, pero mucho más despacio —las tasas medias de crecimiento en los periodos anterior y

Periodos de deflación: la buena y la mala

Pico del IPC = 100

Gráfico V.D



¹ Serie de datos del índice de precios de consumo (IPC) cinco años antes y después de cada pico con respecto a cada economía, con la base reajustada para igualar el pico a 100 (denotándose como año 0). Se ha calculado la media simple de los índices de cada economía con base reajustada. ² Los picos del periodo previo a la Primera Guerra Mundial van de 1860 a 1901; los picos de la primera parte del periodo de entreguerras van de 1920 a 1930. Media simple de las economías del G-10. Véase Borio y Filardo (2004) para información adicional sobre la identificación de picos locales del IPC basada en el índice de precios anuales. A continuación, se enumeran los años en que se registraron picos del IPC en cada economía del G-10 en el periodo previo a la Primera Guerra Mundial y en el periodo de entreguerras temprano: Alemania: 1928; Bélgica: 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929; Canadá: 1882, 1889, 1920, 1929; Estados Unidos: 1866, 1881, 1891, 1920, 1926; Francia: 1871, 1877, 1884, 1902, 1930; Italia: 1874, 1891, 1926; Japón: 1920; Países Bajos: 1892, 1920; Reino Unido: 1860, 1873, 1891, 1920; Suecia: 1862, 1874, 1891, 1920; Suiza: 1892, 1898. ³ Media simple de 13 economías, datos trimestrales del IPC. Se produce un pico cuando el nivel del IPC supera todos los niveles anteriores y los niveles de al menos los cuatro trimestres siguientes. A continuación se enumeran los trimestres en que se registraron picos del IPC: Australia: T1 1997; Canadá: T4 1993, T3 2008; China: T1 1998, T2 2008; Estados Unidos: T3 2008; zona del euro: T3 2008; Hong Kong RAE: T2 1998; Japón: T4 1994, T4 1998; Noruega: T1 2003; Nueva Zelandia: T3 1998; Singapur: T4 1997, T1 2001, T4 2008; Sudáfrica: T2 2003; Suecia: T4 1997, T3 2008; Suiza: T2 2008.

Fuentes: C. Borio y A. Filardo, «Looking back at the international deflation record», *North American Journal of Economics and Finance*, vol.15, nº 3, diciembre de 2004, pp. 287-311; datos nacionales; cálculos del BPI.

posterior al pico de los precios fueron del 2,3% y el 1,2%, respectivamente. En la percepción de que en el periodo de entreguerras tuvieron lugar episodios realmente graves de deflación influye la experiencia excepcional de la Gran Depresión, cuando los precios de las economías del G-10 registraron caídas acumuladas de hasta el 20% y el PIB se contrajo cerca de un 10%. Esta experiencia no se refleja plenamente en el panel central del Gráfico V.D.

Los episodios de deflación de los últimos 25 años se han parecido en general mucho más a las deflaciones «buenas» experimentadas durante el periodo anterior a la Primera Guerra Mundial que a los episodios de la primera parte del periodo de entreguerras (aunque identificar picos de precios durante el periodo actual es mucho más

complicado, puesto que los episodios de deflación recientes han sido en general fugaces). En estos episodios, las tasas medias de crecimiento del PIB en los periodos anterior y posterior al pico de precios se situaron en el 3,6% y el 3,1%, respectivamente, una diferencia que no es estadísticamente significativa.

La segunda característica importante de la dinámica de la deflación que muestran los registros históricos es la ausencia general de un riesgo inherente de espiral deflacionista —de entre todos los episodios deflacionistas, solo la Gran Depresión produjo una espiral deflacionista (una caída fuerte y persistente del nivel de los precios). Durante los episodios anteriores a la Primera Guerra Mundial, las caídas de precios eran persistentes pero no acusadas, con un descenso acumulado medio en el índice de precios de consumo en torno al 7%. Más recientemente, los episodios de deflación han sido muy breves y el nivel de precios ha caído de forma moderada; la excepción más notable es Japón, donde los niveles de precios registraron caídas acumuladas próximas al 4% desde finales de la década de 1990 hasta hace muy poco. La evidencia disponible contradice la idea de que las deflaciones conducen a espirales deflacionistas, sobre todo en las últimas décadas. Además, el hecho de que en la actualidad los salarios sean menos flexibles que en el pasado lejano reduce la probabilidad de una espiral bajista de salarios y precios.

En tercer lugar, son las deflaciones de los precios de los activos y no las deflaciones generales las que han deteriorado de forma continua y significativa los resultados macroeconómicos[Ⓞ]. Así, tanto la Gran Depresión en Estados Unidos como el episodio deflacionista de Japón en la década de 1990 estuvieron precedidos de un notable desplome de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, de los precios inmobiliarios. Estas observaciones sugieren una relación causa-efecto en la que la caída de los precios de los activos provoca una crisis en la economía real y, posteriormente, deflación, por lo que no es la deflación general la que deprime la actividad económica. Esta idea queda también corroborada por la evolución de los precios y del PIB real en el periodo de entreguerras (Gráfico V.D, panel central), que muestra que el PIB real ya tendía a contraerse antes de que se iniciara el episodio de deflación.

En cuarto lugar, los últimos episodios de deflación han coincidido a menudo con subidas de los precios de los activos, crecimiento del crédito y una sólida evolución del PIB. Sirvan de muestra los episodios de las décadas de 1990 y 2000 en países tan diferentes como China y Noruega. Existe el riesgo de que si se aplica una política monetaria acomodaticia en respuesta a deflaciones «buenas», con el fin de acercar la inflación al objetivo oficial, se pueda permitir involuntariamente la acumulación de desequilibrios financieros. Esa resistencia a las deflaciones «buenas» puede conducir, con el tiempo, a deflaciones «malas» si la corrección de los desequilibrios acaba por producir efectos negativos.

[Ⓞ] La evidencia formal sobre este aspecto puede consultarse en C. Goodhart y B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, Capítulo 5, «Goods and asset price deflations».

temporal convencional de dos años. Antes bien, lo idóneo puede ser permitir que la inflación quede por debajo del objetivo, especialmente en aquellas jurisdicciones en las que hayan ido acumulándose desequilibrios financieros (Capítulo IV). *Ceteris paribus*, no permitirlo expone de hecho al riesgo de sufrir presiones desinflacionistas no deseadas en el futuro, cuando el auge se torne en desplome. Esto, unido a la evidencia de la reducción de la eficacia de la política monetaria, sugiere que, si bien las recientes presiones desinflacionistas merecen una estrecha vigilancia, deberían ponderarse cuidadosamente los factores que limitan sus efectos y los costes de una relajación monetaria adicional.

Normalización de la política monetaria

De cara al futuro, la transición desde una política monetaria extraordinariamente expansiva a un entorno monetario más normal presenta una serie de retos sin precedentes. La normalización exigirá una hábil programación y una diestra gestión de factores económicos, financieros y políticos y, por tanto, es difícil garantizar que estará libre de contratiempos. Las perspectivas de una normalización accidentada y otros factores sugieren que el riesgo fundamental es que los bancos centrales no lleven la iniciativa, normalizando demasiado tarde o demasiado despacio.

Los bancos centrales de las principales economías avanzadas se encuentran en diferentes etapas del proceso de normalización de su política. El Banco de Inglaterra

mantiene desde mediados de 2012 su volumen de activos comprados y la Reserva Federal ha comenzado en 2014 a reducir sistemáticamente su programa de compra de activos a gran escala como paso previo a subir las tasas oficiales. En cambio, el Banco de Japón sigue plenamente inmerso en su agresivo programa de expansión del balance y el BCE acaba de anunciar operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico y de bajar sus tasas oficiales hasta mínimos históricos.

Los bancos centrales han indicado igualmente que calibrarán el ritmo de normalización de la política monetaria en función de la fortaleza de la recuperación y de la evolución de diversas dificultades relacionadas con la crisis. La Reserva Federal espera que los contratiempos del mercado de trabajo y los problemas de balance vayan a menos en los próximos años; no obstante, prevé que la tasa de interés real congruente con el equilibrio macroeconómico (es decir, la tasa natural) tardará un tiempo en normalizarse en torno al 2%, en parte debido a un persistente exceso de ahorro mundial. El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha afirmado que la tasa natural permanece baja debido a las continuas tensiones en el sistema financiero y al proceso de saneamiento de balances públicos y privados. El BCE prevé contratiempos distintos. Considera que el desapalancamiento bancario y la fragmentación financiera, entre otros factores, frenarán la recuperación durante varios años. En términos generales, la brecha entre las actuales expectativas del mercado sobre las tasas oficiales y la trayectoria de las tasas implícita en las reglas de Taylor (Gráfico V.7) puede estar influyendo en la percepción de las dificultades y de su persistencia.

Una opinión habitual a día de hoy es que los bancos centrales deben actuar con extrema cautela para evitar poner en peligro la frágil recuperación. De acuerdo con ese punto de vista, el coste de la deflación sería enormemente alto, y demorar la normalización no tendría consecuencias excesivamente graves: la inflación podría subir, pero los bancos centrales estarían en condiciones de reaccionar rápidamente. Además, desde esta perspectiva, una comunicación diligente, que anuncie cualquier normalización con suficiente antelación y dejando claro que sería gradual, ayudaría a limitar el riesgo de perturbaciones en el mercado.

Varias observaciones históricas respaldan este punto de vista. La decisión de normalización de la Reserva Federal en 1994 creó graves tensiones en los mercados de todo el mundo, mientras que la salida mejor prevista y más progresiva de 2004 no tuvo efectos tan graves. Es más, el ritmo gradual de la normalización de 2004 no provocó un aumento de la inflación que escapara del control del banco central. De hecho, esa salida se diseñó en gran medida para evitar algunas de las deficiencias del proceso de 1994.

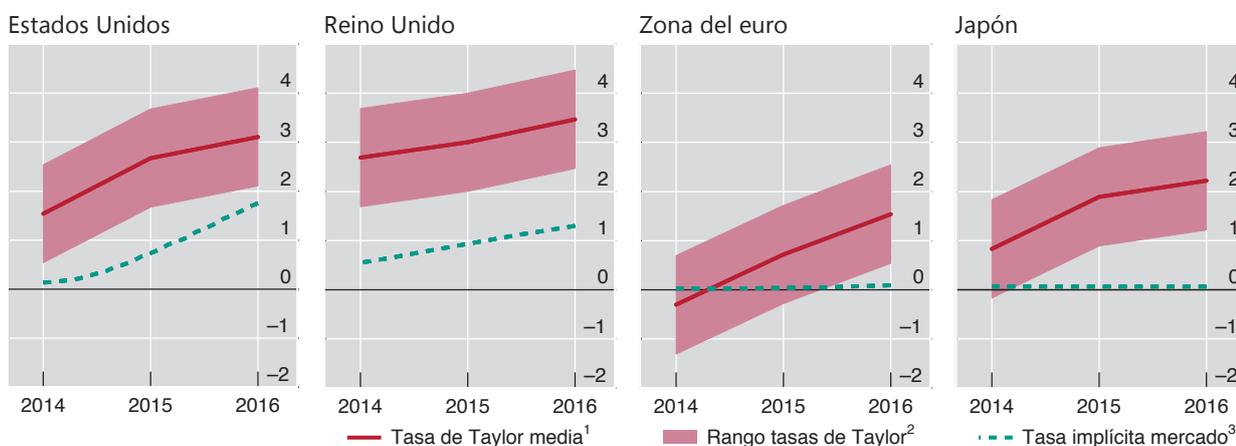
Sin embargo, el argumento de que el banco central debe contenerse se centra exclusivamente en la inflación y el ciclo económico en detrimento del ciclo financiero, pasa por alto sus efectos sobre las finanzas públicas nacionales y quizás peca de excesiva confianza en el poder de las medidas de comunicación. Cada uno de estos aspectos merece una explicación más detallada.

El argumento pierde parte de su atractivo cuando se presta atención a los temores sobre el ciclo financiero. Es muy posible que la lentitud de la normalización de la política monetaria después de 2003 fuera precisamente una de las principales causas de los fuertes auges del crédito y los precios inmobiliarios que dieron paso a la crisis. Por ejemplo, en Estados Unidos a principios de la década de 2000, el ciclo económico corrigió su trayectoria y las cotizaciones bursátiles cayeron, pero el ciclo financiero prosiguió su fase ascendente (Capítulo IV). En la actualidad son varios los acontecimientos que merecen particular atención: las señales de una búsqueda mundial de rentabilidad (Capítulo II); el riesgo de acumulación de desequilibrios financieros en algunas regiones del mundo (Capítulo IV); y la elevada sensibilidad de la carga de la deuda del sector privado a las tasas de interés, ya que los niveles

Las tasas de interés implícitas en la regla de Taylor apuntan a contratiempos persistentes

En porcentaje

Gráfico V.7



¹ La tasa implícita en la regla de Taylor, i , se calcula como $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π corresponde, para Estados Unidos, a las tasas de inflación proyectadas del índice de precios de gasto de consumo personal (excluidos los alimentos y la energía); para el Reino Unido, a la inflación proyectada de precios de consumo; para la zona del euro, a la inflación proyectada del índice armonizado de precios de consumo; y para Japón, a la inflación proyectada de precios de consumo (todos los artículos menos los alimentos frescos) excluidos los efectos de las subidas de los impuestos que gravan el consumo; donde y es la estimación del FMI de la brecha de producto para todas las economías; π^* es el objetivo de inflación; y r^* es el nivel de largo plazo de la tasa de interés real asociado a la tasa de crecimiento potencial (estimación del FMI). ² Para el supuesto de crecimiento potencial $\pm 1\%$. ³ A 13 de junio de 2014; para Estados Unidos, contrato de futuros sobre fondos federales a un mes; para la zona del euro, Japón y el Reino Unido, curvas de los *swaps* sobre índices a un día para euro, yen y libra esterlina, respectivamente.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

de deuda no han logrado ajustarse a los del crecimiento de la actividad económica (Capítulo IV).

Un ritmo de normalización muy pausado plantea asimismo cuestiones sobre sus efectos en la sostenibilidad fiscal. Uno de estos efectos es indirecto. Mantener tasas de interés excepcionalmente bajas durante un periodo inusualmente largo permite corregir situaciones fiscales tensas, pero la mayor parte de las veces también crea en los gobiernos una infundada sensación de seguridad que lleva a retrasar la necesaria consolidación.

Otro efecto es más directo, pero no muy visible. Dondequiera que los bancos centrales se embarcan en grandes compras de deuda soberana o cuasi soberana (financiada, naturalmente, con activos a corto plazo), acortan el perfil de vencimientos de la deuda del balance consolidado del sector público, que comprende al banco central y al gobierno. Esto eleva la sensibilidad de la carga del servicio de la deuda a cambios en las tasas de interés a corto plazo. También puede suscitar consideraciones de economía política que presionen al banco central para que se abstenga de normalizar su política en el momento oportuno y al ritmo adecuado (lo que se conoce como «riesgo de dominancia fiscal»). Obviamente, al gobierno no le agrada asistir al deterioro de su posición presupuestaria; en ese contexto, las pérdidas que probablemente sufriría el banco central podrían comprometer su margen de maniobra e incluso su autonomía. Además, el coste de los pasivos asociados con los abultados balances de los bancos centrales plantea otros desafíos en materia de economía política. Por ejemplo, la remuneración de los instrumentos utilizados para drenar la liquidez puede beneficiar al sector financiero, algo que la opinión pública podría considerar inapropiado. Una opción

para contener los costes de remuneración podría ser imponer requerimientos de reservas no remuneradas.

Por último, la comunicación tiene sus limitaciones. Los bancos centrales quieren comunicar claramente sus medidas para no desconcertar a los mercados y evitar fuertes reacciones en los precios. Pero sus esfuerzos por lograr esa claridad pueden trasladar un nivel de seguridad superior al que desean transmitir y alentar una mayor asunción de riesgo. Al estrecharse los diferenciales de riesgo, se necesitan posiciones cada vez más apalancadas para exprimir la rentabilidad. Y aun cuando no haya apalancamiento implicado, los inversores se sentirán atraídos hacia activos que entrañen cada vez más riesgo y, posiblemente, cada vez menos líquidos. El proceso hace más probable, por tanto, un retroceso brusco⁶. Además, incluso si el banco central es consciente de esos riesgos, puede mostrarse muy reacio a tomar medidas que podrían precipitar un ajuste con efectos desestabilizadores. Puede generarse así un círculo vicioso. Al final, si se percibe que el banco central tarda demasiado en tomar medidas, es muy probable que sean los mercados los que tomen la iniciativa.

Cuanto antecede sugiere que no debería subestimarse el riesgo de que los bancos centrales normalicen su política demasiado tarde y de forma excesivamente gradual. Hay incentivos muy potentes y lógicos que empujan en esa dirección. Otro síntoma de este sesgo afecta a los programas de relajación cuantitativa de los bancos centrales, en virtud de los cuales compraron cantidades sin precedentes de activos a largo plazo para forzar el estrechamiento de las primas por plazo. Pero ahora, cuando se aproxima el momento de normalizar la política monetaria, parece que no se deciden a venderlos por temor a causar perturbaciones en los mercados.

⁶ Véase H. S. Shin y S. Morris: «Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach», documento de trabajo inédito, Princeton University, 2014.

Variación anual de las reservas de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

Cuadro Anexo V.1

	A tipos de cambio actuales						<i>Pro memoria: En circulación, diciembre 2013</i>
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Mundo	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Economías avanzadas ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
Estados Unidos	4	1	2	0	-2	-2	48
Zona del euro	-1	-8	13	1	12	1	221
Japón	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Suiza	0	47	126	54	197	21	489
Asia	410	715	651	424	239	529	5 880
China	418	453	448	334	130	510	3 821
Taipéi Chino	21	56	34	4	18	14	417
Hong Kong RAE	30	73	13	17	32	-6	311
India	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonesia	-5	11	29	14	2	-12	93
Corea	-61	65	22	11	19	19	336
Malasia	-10	2	9	27	6	-4	130
Filipinas	3	4	16	12	6	2	74
Singapur	11	12	38	12	21	14	270
Tailandia	23	25	32	0	6	-12	159
América Latina ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentina	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brasil	13	39	49	63	19	-13	349
Chile	6	1	2	14	0	0	39
México	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
ECO ³	6	13	14	3	15	20	294
Oriente Medio ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Rusia	-56	-5	27	8	32	-17	456
<i>Pro memoria: Exportadores netos de petróleo⁵</i>	142	-52	117	141	209	79	1 818

¹ Países enumerados además de Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Nueva Zelandia, el Reino Unido y Suecia. ² Países enumerados además de Colombia y Perú. ³ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ⁴ Kuwait, Libia, Qatar y Arabia Saudita. ⁵ Argelia, Angola, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio.

Fuentes: FMI; *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; datos nacionales.