

## IV. Futuros retos de política monetaria

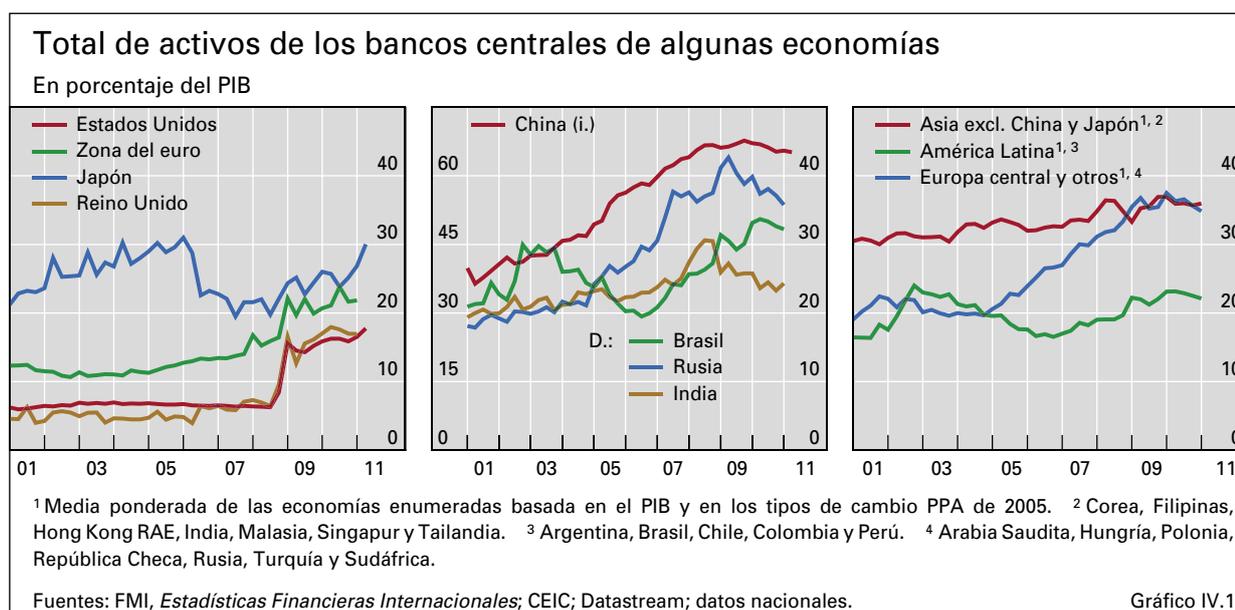
Los bancos centrales afrontan retos considerables tras un prolongado periodo de políticas monetarias acomodaticias. Las presiones inflacionistas a escala mundial crecen con rapidez, conforme los precios de las materias primas se disparan y la recuperación mundial topa con limitaciones de capacidad. Esta intensificación de los riesgos inflacionistas requeriría tasas de interés oficiales más elevadas. No obstante, en algunos países estas deben aún ponderarse considerando las vulnerabilidades asociadas a los ajustes en marcha de los balances de los sectores público y privado y la persistente fragilidad del sector financiero.

El entorno de política monetaria se ha complicado además por la expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales, en especial en los últimos años. Este capítulo comienza con un análisis del actual tamaño y complejidad de los balances de los bancos centrales y de sus implicaciones, para a continuación evaluar la amenaza para la estabilidad de precios y otros factores que influyen en la necesidad de normalizar la orientación mundial de la política monetaria.

### Retos derivados de la expansión de los balances de los bancos centrales

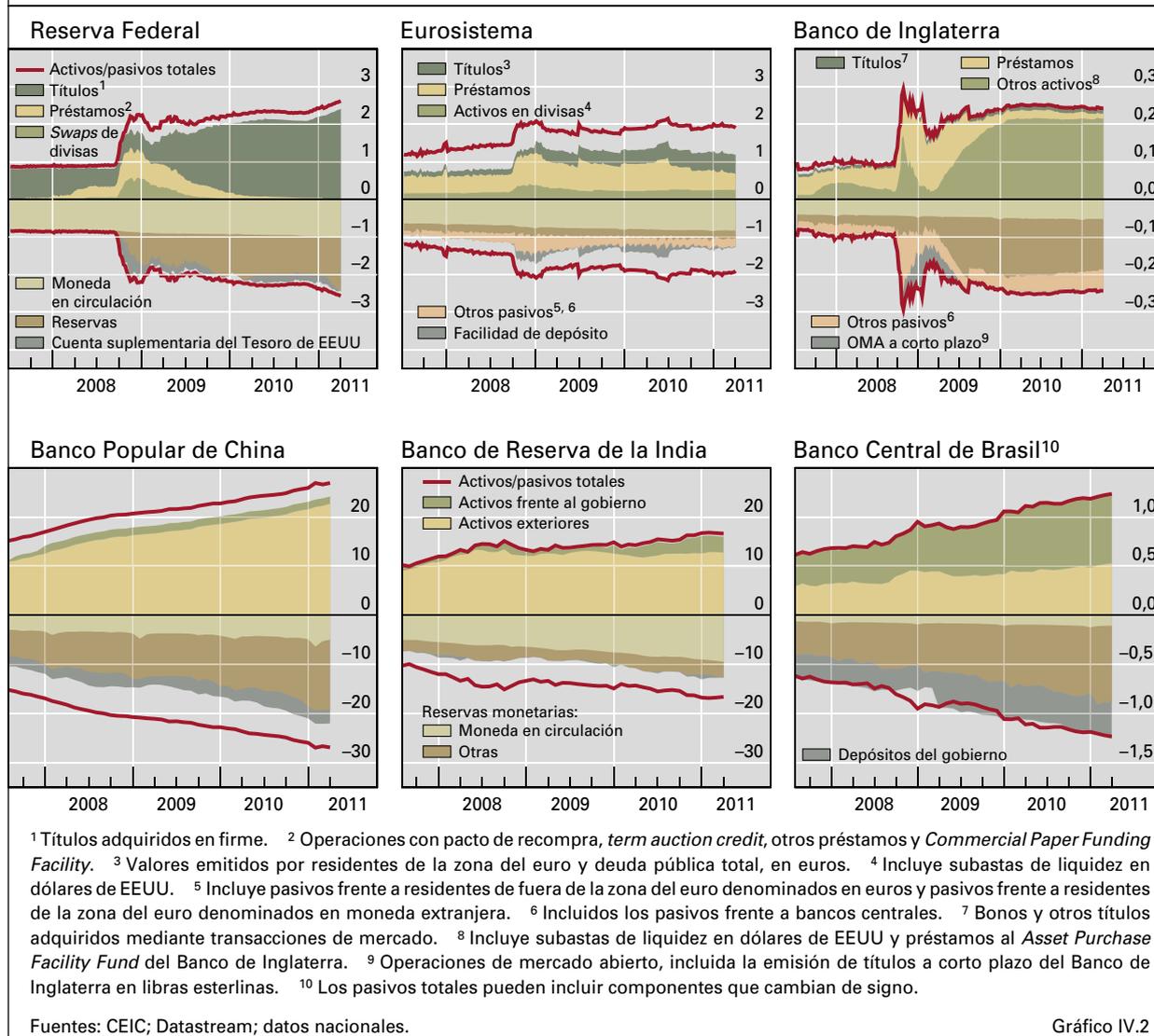
Los balances de los bancos centrales crecieron por diversos motivos

En la pasada década, los balances de muchos bancos centrales crecieron hasta alcanzar tamaños sin precedentes (Gráfico IV.1). Por ejemplo, en su respuesta a la crisis financiera internacional, la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra incrementaron notablemente sus activos totales, en ambos



## Activos y pasivos de los bancos centrales

En billones de unidades de las respectivas monedas



casos desde el 8% hasta ligeramente por debajo del 20% del PIB, mientras que el Eurosistema aumentó sus activos desde el 13% hasta más del 20% del PIB de la zona del euro. La mayor parte del crecimiento del balance del Banco de Japón, que representa el 30% del PIB, fue consecuencia de la relajación cuantitativa de principios de la década pasada, si bien volvió a ampliarse en marzo de este año cuando el banco central inyectó liquidez adicional para combatir las negativas secuelas económicas y financieras del terremoto.

Los bancos centrales de las economías avanzadas, en particular la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, relajaron de forma sustancial las condiciones monetarias durante la crisis. En un primer momento recortaron las tasas de interés, para luego ampliar enormemente sus balances aplicando políticas monetarias no convencionales (Gráfico IV.2, paneles superiores). Estas últimas incluyeron voluminosas compras de valores emitidos por el sector privado y de deuda pública, nuevas facilidades de préstamo finalista y concesiones de crédito relacionadas con el rescate de instituciones financieras. Muchos

En las economías avanzadas, su expansión fue una respuesta a la crisis

bancos centrales también ampliaron la gama de entidades de contrapartida admisibles en sus operaciones de política monetaria y ampliaron su vencimiento. Los bancos centrales de las economías avanzadas menos afectadas directamente por la crisis, como Australia y Canadá, también ampliaron sus balances, aunque en un grado mucho menor, una vez que la crisis se propagó a los sistemas financieros de sus países.

En los mercados emergentes, su crecimiento fue consecuencia de la acumulación de reservas de divisas

El crecimiento de los balances de los bancos centrales en las economías de mercado emergentes en la última década fue más paulatino. Tras la crisis asiática de finales de los años 90, tal crecimiento obedeció principalmente a una constante acumulación de reservas de divisas, que se produjo bien para atesorar fondos para contingencias, bien como consecuencia de políticas para combatir la apreciación de sus monedas (Gráfico IV.2, paneles inferiores). Las reservas de divisas ayudan a suavizar la volatilidad del tipo de cambio, especialmente en aquellas economías cuyos mercados financieros no posibilitan una cobertura eficaz de las exposiciones al riesgo cambiario. También permiten respaldar calificaciones crediticias más favorables para los bonos soberanos y el crecimiento de los mercados de deuda en moneda local, reduciendo así los costes de endeudamiento y dotando de mayor profundidad a los mercados financieros.

#### *Implicaciones del crecimiento de los balances de los bancos centrales*

Los balances excesivos crean riesgos financieros para los bancos centrales...

Las políticas de balances de los bancos centrales han sostenido la economía mundial a lo largo de una crisis muy difícil. No obstante, estos balances están ahora expuestos a mayores riesgos, como los riesgos de tasas de interés, de tipo de cambio y de crédito, que podrían generar pérdidas financieras. El aumento de las tasas de interés a largo plazo puede producir pérdidas efectivas si los bancos centrales venden bonos de sus carteras, o pérdidas potenciales como consecuencia de su valoración a precios de mercado. Los bancos centrales que poseen un volumen significativo de activos denominados en moneda extranjera son especialmente vulnerables al riesgo cambiario: una apreciación acusada de la moneda local se traduciría en un menor valor de las reservas de divisas. Los riesgos de crédito han ido aumentando desde el comienzo de la crisis financiera internacional a medida que los bancos centrales han adquirido activos de menor calidad (u otorgado préstamos con estos activos como garantía), como es el caso de los bonos de titulización de activos.

También pueden producirse pérdidas por el desajuste entre los costes de financiación y los ingresos provenientes de los activos. Los bancos centrales que remuneran las reservas de los bancos comerciales o que emiten deuda propia para drenar liquidez del mercado pueden encontrarse con que los correspondientes pagos de intereses son superiores al rendimiento de sus activos. En las economías de mercado emergentes, el rendimiento de los activos exteriores suele ser inferior al coste de los bonos de esterilización a corto plazo; este diferencial puede ser considerable en las economías con bajas calificaciones crediticias<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park y A. Persaud, «Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future», *Geneva Reports on the World Economy*, 7, septiembre 2005.

Las pérdidas sostenidas del balance que se derivan de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas durante la crisis podrían exponer a los bancos centrales a presiones de economía política<sup>2</sup>. En el caso de los programas de compras de activos del sector privado, que en algunos casos incluyen compras de bonos corporativos, los bancos centrales corren el riesgo de ser criticados por favorecer a algunos segmentos de la economía en detrimento de otros. Asimismo, las operaciones de rescate realizadas por los bancos centrales pueden plantear dudas sobre el grado de tratamiento preferente que pudiera recibir una institución financiera respecto a otra, aun cuando las medidas de política monetaria estén diseñadas exclusivamente para salvar de la quiebra al sistema financiero en su conjunto. Por último, los programas de compras de activos a gran escala pueden complicar la gestión de la deuda pública, poniendo en conflicto las medidas del banco central con los planes de los gestores de la deuda, si no se coordinasen adecuadamente. No cabe duda de que las actividades de gestión de la deuda soberana, la política monetaria y la estabilidad financiera han incrementado considerablemente su interdependencia en los últimos años (Recuadro IV.A).

#### Recuadro IV.A: Interacciones entre gestión de la deuda soberana, condiciones monetarias y estabilidad financiera

La crisis financiera mundial ha modificado radicalmente el entorno en el que operan los bancos centrales y los gestores de deuda soberana. Durante la crisis, estos gestores tuvieron que satisfacer, en muchos casos, necesidades de financiación adicional repentinas y cuantiosas, a medida que los bancos centrales acometieron medidas extraordinarias de inyección de liquidez y, en algunos casos, adquirieron posteriormente deuda pública en el marco de operaciones de política monetaria no convencionales.

Por lo general, los gestores de deuda intentan minimizar el coste esperado a medio y largo plazo de la financiación de las actividades del sector público, supeditados a una gestión prudente del riesgo. Las decisiones adoptadas en la gestión de la deuda soberana (GDS) durante y después de la crisis han diferido un tanto entre países. Por ejemplo, para cubrir sus necesidades de financiación en condiciones de mercado difíciles, algunos emisores soberanos con elevada calificación crediticia acortaron los plazos de vencimiento, pero otros procuraron evitarlo, pese a las presiones del mercado.

Las decisiones sobre plazos de vencimiento u otras relativas a la GDS, como la indexación y los procedimientos de emisión, pueden ser importantes para los bancos centrales. Por ejemplo, plazos más cortos en emisiones de deuda individuales implican, *ceteris paribus*, refinanciaciones más frecuentes y pueden afectar a las condiciones de liquidez de los mercados monetarios. Con carácter más general, la GDS es relevante para los bancos centrales, pues la actividad de ambos influye en los mercados monetarios y de deuda pública, y los rendimientos de la deuda pública constituyen una referencia para valorar otros tipos de deuda. Así ocurre especialmente en las condiciones actuales de mayor segmentación de los mercados financieros, de aumento notable de las emisiones de deuda pública y de preocupación por la sostenibilidad fiscal.

Las posibles interacciones entre GDS y bancos centrales podrían ser mutuamente ventajosas o antagónicas. Por ejemplo, en tanto que algunos bancos centrales han recurrido a operaciones a gran escala con deuda pública en el marco de medidas de política monetaria no convencionales, existe el riesgo de que se perciba en esa actuación la intención de financiar iniciativas en materia de política fiscal, socavando la independencia de los bancos centrales. Asimismo, las estrategias de GDS que modifican los plazos o características de riesgo de la deuda pública en circulación podrían afectar a la estabilidad financiera o a la forma en la que las medidas de política monetaria influyen en las condiciones monetarias. Por ejemplo, el aumento de las emisiones de deuda a largo plazo podría mitigar los efectos

<sup>2</sup> C. Borio y P. Disyatat, «Unconventional monetary policies: an appraisal», *BIS Working Papers*, n.º 292, noviembre 2009; y P. Stella, «Minimising monetary policy», *BIS Working Papers*, n.º 330, noviembre 2010.

sobre las tasas de interés de las adquisiciones de dicha deuda por parte de los bancos centrales, si el mecanismo principal por el que esas compras influyen en las tasas de interés es a través de la oferta de deuda a largo plazo en el mercado<sup>®</sup>.

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) ha publicado recientemente un informe en el que se examinan estas cuestiones y sus implicaciones para los bancos centrales<sup>®</sup>. Parece que, en la mayoría de los países, las operaciones de gestión de deuda no han limitado la capacidad de los bancos centrales para relajar las condiciones monetarias mediante compras a gran escala de activos, lo cual es consecuencia, en parte, de la credibilidad de los acuerdos de independencia vigentes, así como del uso de la comunicación para destacar los distintos objetivos y horizontes de planificación de los respectivos organismos. La práctica convencional de la GDS persigue, por lo general, mantener la constancia y la previsibilidad de las emisiones, reduciendo la volatilidad para los inversores, mientras que la función de la política monetaria es responder con celeridad a cualquier novedad que afecte a las perspectivas de inflación y de crecimiento.

En países que suscitan dudas sobre sostenibilidad fiscal y en algunas economías de mercado emergentes, las decisiones de GDS tradicionales (sobre plazos de vencimiento y participación extranjera, por ejemplo) han afectado a la dinámica de la crisis y, con ello, a la estabilidad financiera. La lección aprendida de esta experiencia es que una gestión sólida de la deuda soberana puede reducir la volatilidad del sistema financiero diversificando vencimientos, evitando la concentración de las colocaciones y desarrollando bases de inversores estables y diversificadas, factores todos ellos que ayudan en la recuperación de la crisis.

En las circunstancias actuales, o en aquellas en las que los sistemas financieros están aún en desarrollo, los gestores de deuda se beneficiarán de la adopción de una visión amplia de los costes y los riesgos, y los bancos centrales de mantenerse informados de las actividades de GDS. La experiencia reciente confirma la importancia, en especial para la estabilidad financiera, de los resultados estratégicos a medio plazo relativos a la estructura de vencimientos y las características de riesgo de la deuda en circulación. Lo anterior subraya la importancia de que los organismos pertinentes coordinen estrechamente sus actividades, al tiempo que mantienen su independencia y su obligación de rendir cuentas a tenor de unos mandatos claros y precisos.

<sup>®</sup> P. Turner, «Fiscal dominance and the long-term interest rate», *LSE Financial Markets Group Special Paper*, n.º 199, mayo 2011, y BPI, *79º Informe Anual*, junio 2009, Capítulo VI. <sup>®</sup> CGFS, «Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability: lessons and implications for central banks», *CGFS Papers*, n.º 42, mayo 2011.

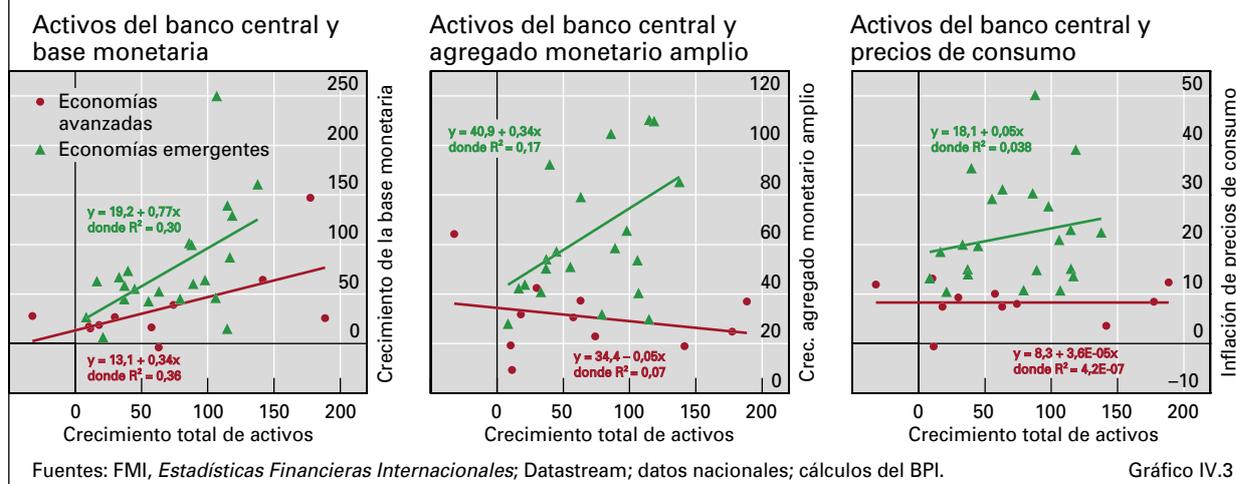
... y es necesario que acaben normalizándose

Todos estos riesgos abogan por una reducción del tamaño de los balances de los bancos centrales, aunque sería peligroso recortarlos con excesiva rapidez o de forma demasiado indiscriminada. En las principales economías avanzadas, esta reducción a corto plazo se topa con obstáculos debido a la persistente fragilidad de la coyuntura económica y financiera y a las incertidumbres propias de la retirada de unas medidas sin precedentes. En las economías de mercado emergentes, cunde la preocupación de que una reducción significativa de los balances de los bancos centrales mediante la venta de activos en moneda extranjera pudiera producir presiones al alza sobre los tipos de cambio y desencadenasen flujos de capital desestabilizadores. No obstante estas inquietudes, los bancos centrales querrán evitar los costes a más largo plazo asociados con la expansión continuada de sus balances.

En un tono más optimista, la preocupación monetarista tradicional de que la expansión de los balances de los bancos centrales podría generar inflación recibe escaso apoyo empírico. La relación entre el crecimiento de los balances de los bancos centrales y la base monetaria ha sido bastante débil desde 2007, tanto en economías avanzadas como en emergentes (Gráfico IV.3, panel izquierdo). La correlación entre la expansión de los activos de los bancos

## Activos del banco central, agregados monetarios y precios de consumo

Crecimiento durante 2007–10, en porcentaje



centrales y el crecimiento del agregado monetario amplio ha sido aun más tenue, e incluso discretamente negativa en las economías avanzadas (panel central), lo cual refleja la inestabilidad del multiplicador monetario (agregado monetario amplio en relación con la base monetaria) a lo largo del periodo. De igual modo, la correlación entre la variación en los activos de los bancos centrales y la inflación de precios de consumo ha sido prácticamente nula (panel derecho). En suma, los abultados balances de los bancos centrales no parecen plantear un riesgo directo de inflación.

### Normalización de las tasas de interés oficiales

Los bancos centrales de numerosas economías avanzadas y emergentes ya han comenzado a elevar moderadamente las tasas de interés oficiales (Gráfico IV.4, paneles izquierdos). Incluso en algunos de los países castigados más duramente por la crisis, los mercados están descontando aumentos de las tasas de interés oficiales tanto a corto plazo como en los próximos años (Gráfico IV.5). Dicho esto, el ritmo previsto de endurecimiento de la política monetaria es bastante contenido. En términos reales, las tasas de interés oficiales han permanecido en niveles excepcionalmente bajos durante el último año y en muchos países continúan siendo negativas (Gráfico IV.4, paneles derechos).

Las tasas de interés oficiales han comenzado a subir

Es probable que dos factores interrelacionados influyan de forma importante en la determinación de la trayectoria futura de la inflación: (i) los precios de las materias primas y (ii) el grado de holgura económica mundial.

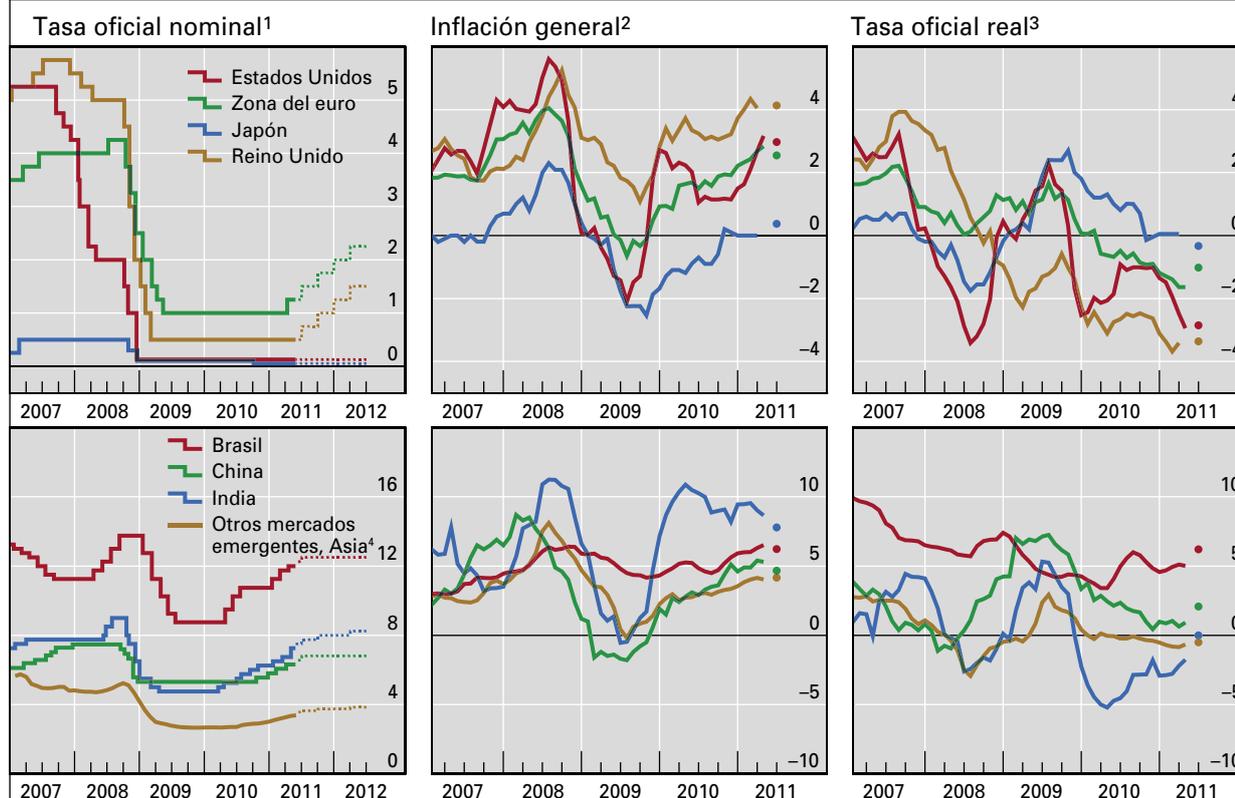
### Riesgo de inflación por el aumento de los precios de las materias primas

Un factor clave que influye en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria es el mayor riesgo inflacionista derivado del aumento de los precios de las materias primas, especialmente de alimentos y energía. La inflación general ya ha subido significativamente en muchos países. El impacto ha sido

La inflación está aumentando...

## Tasas de interés oficiales e inflación

En porcentaje



<sup>1</sup> Para Estados Unidos, tasa objetivo de los fondos federales; a mediados de diciembre de 2008, media de la banda de la tasa objetivo (0-0,25%); para la zona del euro, tasa mínima de puja hasta octubre de 2008 y después tasa fija de las operaciones principales de financiación; para Japón, tasa objetivo de las operaciones a un día sin garantías; a octubre de 2009, media de la banda objetivo (0-0,1%); para Reino Unido, tasa oficial del Banco de Inglaterra; para Brasil, tasa objetivo SELIC a un día; para China, tasa de referencia de los préstamos a un año; para India, tasa *repo*. Las líneas discontinuas indican las previsiones de JPMorgan Chase a 21 de mayo de 2011 para las tasas oficiales en junio de 2011, septiembre de 2011, diciembre de 2011, marzo de 2012 y junio de 2012. <sup>2</sup> Variación interanual del índice de precios de consumo. Las proyecciones para la inflación (los puntos) se basan en las expectativas de inflación de Consensus Economics. <sup>3</sup> La tasa oficial nominal menos la inflación anual general. Las proyecciones (los puntos) se basan en previsiones de JPMorgan Chase y Consensus Economics. <sup>4</sup> Media ponderada de Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taipei chino, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005.

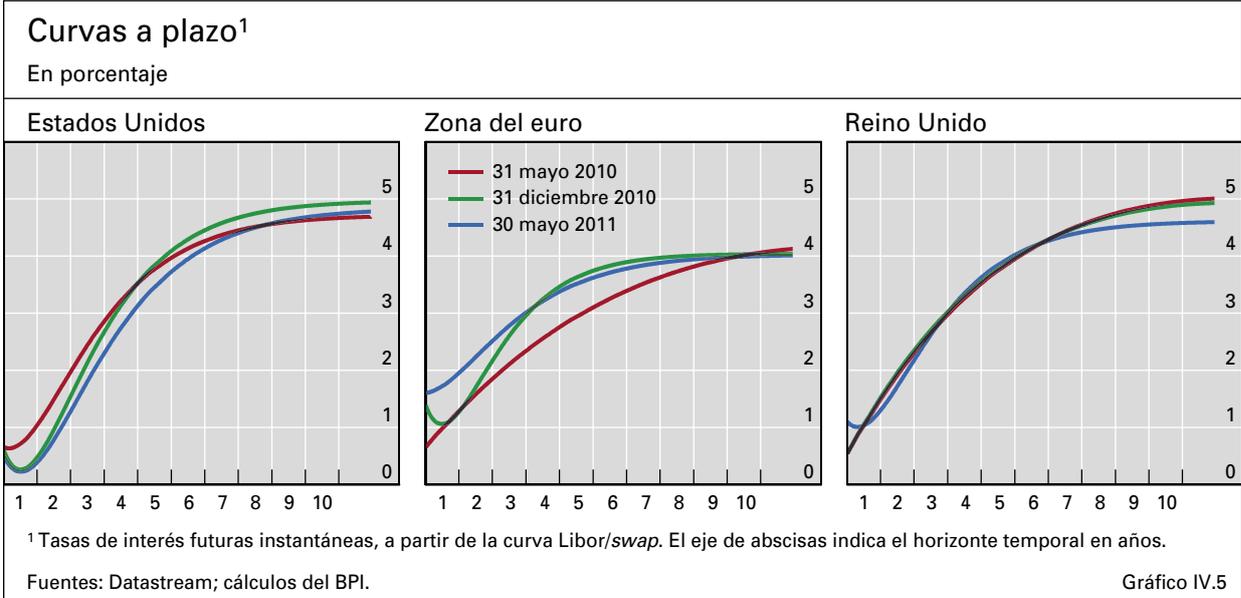
Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico IV.4

particularmente fuerte en las economías de mercado emergentes, donde los alimentos constituyen una gran parte de la cesta de consumo (alrededor del 25%, frente a menos del 15% en las economías avanzadas).

El dinamismo de los precios de alimentos y materias primas está relacionado estrechamente con la fortaleza de la recuperación económica mundial, en especial en las economías de mercado emergentes. Las perturbaciones por el lado de la oferta también están propiciando presiones alcistas sobre los precios. A esta subida también han contribuido las malas condiciones meteorológicas registradas recientemente, como inundaciones en Pakistán y Australia y sequías en China y Rusia. Asimismo, las preocupaciones geopolíticas y alteraciones en el suministro en África del Norte y Oriente Medio están incrementando la presión al alza sobre los precios de la energía. Aunque estos efectos adversos por el lado de la oferta deberían remitir cuando las condiciones meteorológicas se normalicen y el

... impulsada por la carestía de las materias primas



panorama político de los países productores de energía se estabilice, las condiciones en determinados mercados pueden seguir influyendo. Por ejemplo, los precios del carbón y del gas natural podrían incrementarse considerablemente a raíz de las medidas para sustituir la energía nuclear y, a corto plazo, parece que los factores financieros han influido en los precios de las materias primas (Recuadro IV.B). Con carácter más general, mientras la demanda de alimentos y de materias primas esté respaldada por un sólido crecimiento mundial, sus precios pueden mantenerse elevados, o incluso seguir subiendo.

Desde 2005, la inflación en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes ha sido mucho más volátil que en el periodo 2000–04, debido en su mayor parte a la volatilidad de los componentes de energía y alimentos de los índices de precios de consumo (Gráfico IV.6, panel izquierdo).

La escalada de los precios de las materias primas ha suscitado, además, preocupación por un aumento significativo de la inflación subyacente debido a efectos de segunda ronda. Existen señales claras de incremento de las presiones salariales en algunas de las principales economías emergentes (Gráfico IV.6, panel derecho). La menguante holgura económica y persistente inflación en estos países han acrecentado las demandas salariales. Además, dado el carácter globalizado de muchas cadenas de suministro, las presiones sobre la inflación subyacente en las economías avanzadas se ven afectadas indirectamente por el repunte de los costes laborales unitarios en las economías emergentes. De hecho, los márgenes de beneficio pueden haberse reducido, y un nuevo recorte de los mismos derivado de unos mayores costes podría a la larga obligar a las empresas a trasladar a los consumidores una proporción mayor del aumento de precio de los insumos. Por lo tanto, las economías avanzadas pueden experimentar un repunte de la inflación subyacente por efecto del carácter global de las cadenas de suministro, por mucho que las presiones salariales en sus mercados laborales internos sean moderadas.

La volatilidad de la inflación ha aumentado...

... y los riesgos de efectos de segunda ronda sobre la inflación se incrementan

## Recuadro IV.B: Precios de las materias primas y financiarización

¿Qué papel han desempeñado los inversores financieros en el incremento del nivel de los precios de las materias primas y de su volatilidad? (Gráfico IV.B, panel izquierdo). Los instrumentos financieros relacionados con las materias primas, como fondos de índices y fondos cotizados de materias primas, han experimentado una rápida expansión en los últimos años (Gráfico IV.B, panel derecho). Parece que un motivo importante de este crecimiento es que los inversores institucionales y minoristas están buscando diversificar sus carteras. Algunos inversores pueden considerar las inversiones en derivados sobre materias primas como un vehículo para beneficiarse del rápido crecimiento de la demanda agregada originada en economías de mercado emergentes, sin tener que invertir en sus mercados financieros locales, a menudo estrechos. La búsqueda de rentabilidad en un entorno de bajas tasas de interés también ha favorecido esta tendencia.

Una mayor presencia de inversores financieros puede afectar a los precios de las materias primas de distintas formas<sup>1</sup>. Por una parte, los mercados podrían ganar en profundidad y liquidez, lo cual, a su vez, debería facilitar las estrategias de cobertura y reducir la volatilidad de los precios. Por otra parte, en concreto las inversiones vinculadas a índices podrían aumentar la correlación entre materias primas y otros activos, especialmente las acciones, y favorecer la volatilidad de precios en la medida en que las coberturas hacen que la demanda de materias primas sea menos sensible a los precios.

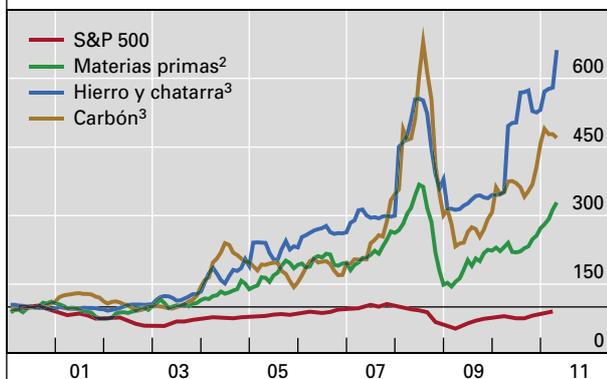
Los análisis recientes respaldan la idea de que la financiarización está afectando a la evolución de los precios a corto plazo en los mercados de materias primas<sup>2</sup>, lo cual parece reflejar tanto la sensibilidad de los inversores financieros a la nueva información como las grandes sumas que invierten en operaciones sobre materias primas. La escalada de precios del petróleo hasta mediados de 2008 es la prueba empírica más clara de que las inversiones financieras generaron desviaciones significativas de los precios con respecto a los niveles que sugieren los fundamentos de la oferta y la demanda. En el caso de otras materias primas, existen escasas pruebas de que las inversiones financieras hayan tenido una repercusión sustancial en sus precios. El hecho de que los precios del carbón y del mineral de hierro (que no se incluyen en los índices estándar de materias primas) también se hayan elevado respalda la opinión de que la oferta y la demanda físicas han seguido siendo el principal factor determinante de los precios de las materias primas.

En resumen, aunque los factores tradicionales de oferta y demanda continúan influyendo en dichos precios, hay pruebas crecientes de que la formación y la dinámica de los precios en los mercados de futuros sobre materias primas imitan, cada vez más, patrones similares a los de los mercados tradicionales de activos financieros (incluidas las oscilaciones en la aversión de los inversores al riesgo y los episodios de comportamiento gregario). Es necesario un análisis más a fondo para entender mejor el impacto de las inversiones financieras en los precios de las materias primas.

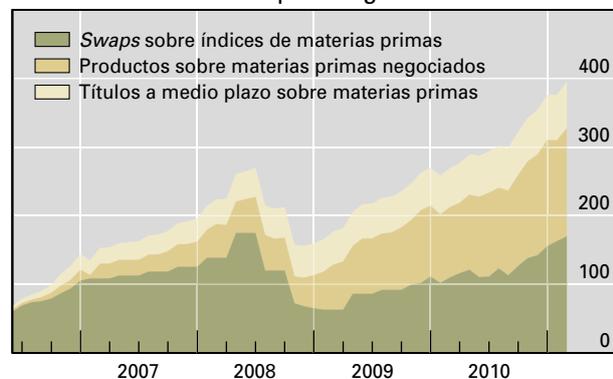
<sup>1</sup> S. Irwin y D. Sanders, «Index funds, financialization and commodity futures markets», *Applied Economic Perspectives and Policy*, 2011, pp. 1–31, y K. Tang y W. Xiong, «Index investment and financialization of commodities», *NBER Working Papers*, n.º 16385, septiembre 2010. <sup>2</sup> Para más información, véase K. Singleton, «Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices», *Stanford University Working Paper*, marzo 2011.

### Financiarización de las materias primas

Precios de los activos<sup>1</sup>



Activos sobre materias primas gestionados<sup>4</sup>

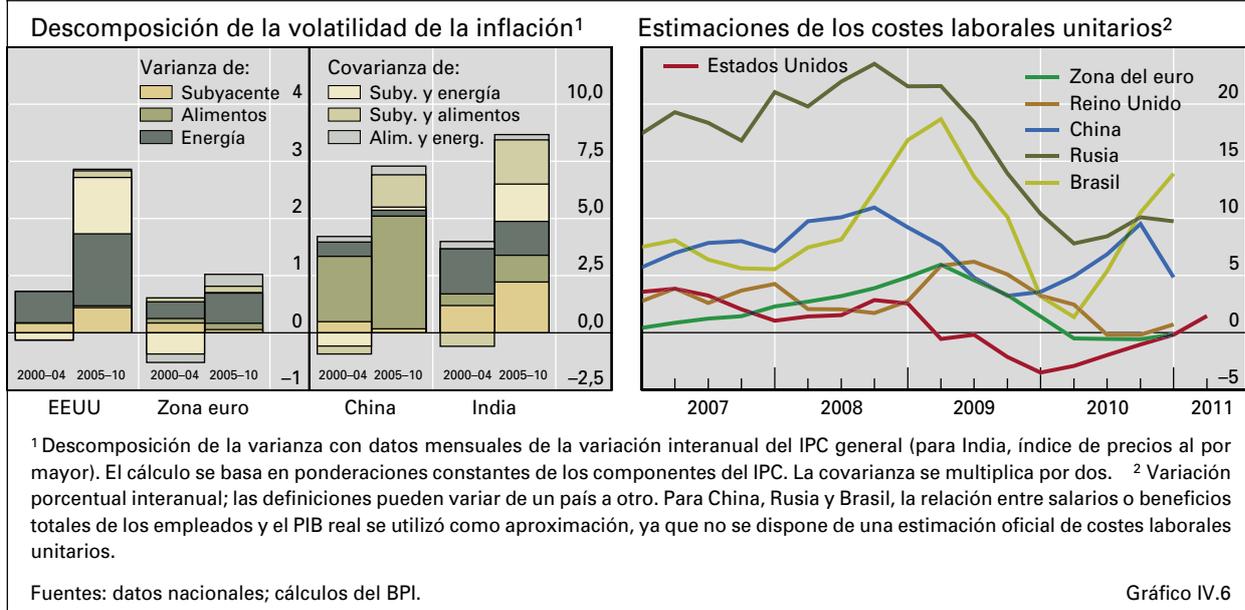


<sup>1</sup> Promedio de 2000 = 100. <sup>2</sup> Índice general de materias primas de Goldman Sachs. <sup>3</sup> Índice HWWI. <sup>4</sup> Datos de Barclays Capital, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: Barclays Capital; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

Gráfico IV.B

## Volatilidad de la inflación y presiones salariales



### Estado de la recuperación y riesgos de recalentamiento

El segundo factor clave que influye en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria es el grado de holgura económica. La recuperación se ha generalizado en el último año, en el que las economías avanzadas cobraron impulso y la actividad mantuvo su fortaleza en las economías de mercado emergentes. Según Consensus Economics, la economía mundial avanzará un 3,7% en 2011, creciendo las economías avanzadas un 2,0% y las emergentes un 6,1%. La mejora de las condiciones macroeconómicas refleja, en no pequeña medida, la eficacia de las medidas extraordinarias de política fiscal y monetaria adoptadas en respuesta a la crisis financiera, pero desde el año pasado se acumulan pruebas de que las fuerzas cíclicas autosostenidas del sector privado han comenzado a desempeñar un papel más importante en la recuperación.

La persistencia de elevadas tasas de desempleo en algunos países a menudo se interpreta como una señal de que existe considerable holgura en los mercados laborales. En cuanto a la economía en su conjunto, algunas medidas de la brecha del producto (diferencia entre el producto efectivo y el producto potencial) también apuntan a una amplia capacidad no utilizada. En particular, las estimaciones estructurales de la brecha del producto, que se basan en funciones de producción y en otras relaciones macroeconómicas estructurales (véase la estimación de la OCDE representada por los puntos en el panel superior derecho del Gráfico IV.7), indican actualmente una brecha del producto significativamente negativa (es decir, que el producto efectivo es mucho menor que el potencial). Las proyecciones de estimaciones estructurales sugieren que la brecha se reducirá lentamente y, por tanto, contendrá las presiones sobre los precios durante un tiempo<sup>3</sup>.

La recuperación mundial prosigue, pero los riesgos persisten

<sup>3</sup> Véase una comparación de las diferentes medidas de la brecha del producto para Estados Unidos en J. Weidner y J. Williams, «How big is the output gap?», *FRBSF Economic Letter*, n.º 2009-19, 12 junio 2009, y actualización, 28 enero 2011, en [www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html](http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2009/el2009-19.html).

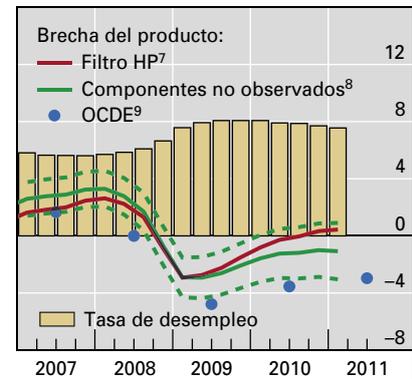
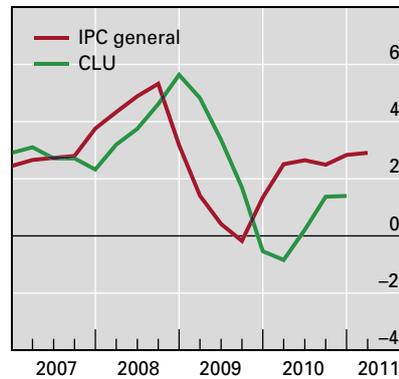
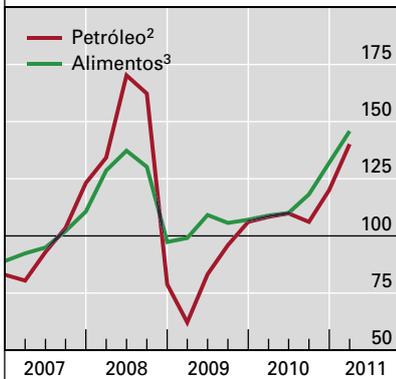
## Comparaciones a nivel mundial entre la coyuntura actual y los años 70

Precios de las materias primas<sup>1</sup>

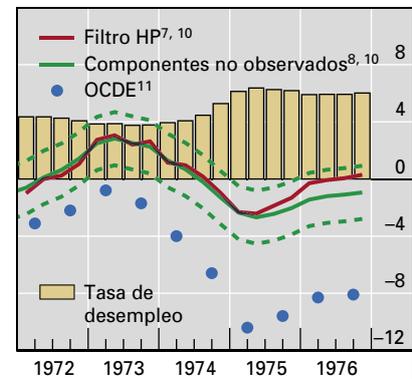
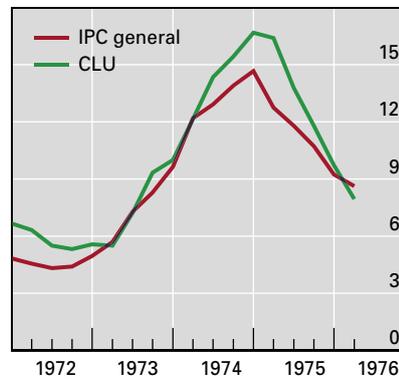
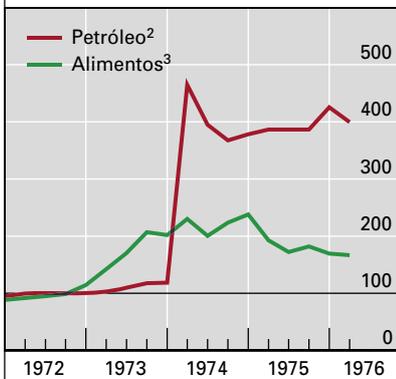
La inflación y la variación en los costes laborales unitarios<sup>4, 5</sup>

La brecha del producto y la tasa de desempleo<sup>5, 6</sup>

2007–11



1972–76



Todos los agregados de países se basan en ponderaciones del PIB y tipos de cambio PPA de 2005.

<sup>1</sup> En dólares de EEUU; promedio de 2007 = 100 (panel superior) y promedio de 1972 = 100 (panel inferior). <sup>2</sup> Precio al contado del crudo; media de Brent, Dubai y WTI. <sup>3</sup> Índice mundial de los precios de los alimentos del FMI. <sup>4</sup> Variación porcentual interanual. <sup>5</sup> Panel superior: principales economías avanzadas y emergentes; panel inferior: principales economías avanzadas; para los costes laborales unitarios (CLU) y la tasa de desempleo, países del G-7. <sup>6</sup> En porcentaje. <sup>7</sup> Tendencia estimada con un filtro Hodrick-Prescott (HP) con especificación estándar. <sup>8</sup> Estimación de componentes no observados; las bandas superior e inferior (líneas discontinuas) representan el intervalo de confianza del 95%; véase P. Gerlach, «The global output gap: measurement issues and regional disparities», *Informe Trimestral del BPI*, junio 2011. <sup>9</sup> Agregado de brechas del producto nacionales según los cálculos de la OCDE, *Perspectivas Económicas*, diciembre 2010; hay menos cobertura de las economías de mercado emergentes que para los otros indicadores. <sup>10</sup> Basados en los datos disponibles hasta finales de T4 1976. <sup>11</sup> La estimación en tiempo real de 1977, basada en el PNB; agregado de brechas del producto nacionales.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, *Perspectivas de la Economía Mundial*; P. McCracken et al., *Towards full employment and price stability*, OCDE, junio 1977; datos nacionales; estimaciones del BPI. Gráfico IV.7

Sin embargo, otras medidas de la brecha del producto indican que puede haber mucha menos capacidad económica no utilizada en muchas economías y, en promedio, a escala mundial. Así, alguna medidas estadísticas de brechas del producto mundial sugieren que se está produciendo un estrechamiento considerable, cuando no un cierre total (Gráfico IV.7, panel superior derecho). Las medidas de utilización de la capacidad productiva procedentes de las encuestas, actualizadas con mucha frecuencia, también señalan un grado reducido de holgura del producto.

Las perspectivas de inflación menos favorables también se justifican por la escalada de precios de materias primas y las pruebas de creciente

tensionamiento en los mercados laborales de economías emergentes. También reflejan la posibilidad de que el producto potencial de las economías avanzadas resultara más afectado por la crisis financiera internacional de lo que en general se pensaba. En concreto, las tendencias del producto potencial podrían estar deteriorándose debido a los elevados niveles de deuda pública y privada, que pueden tener efectos negativos sobre el consumo y las perspectivas de inversión. Además, la rentabilidad de las significativas inversiones que se realizaron con anterioridad a la crisis, por ejemplo en el sector de la construcción, puede resultar mucho menor de lo inicialmente esperado (Capítulo II). En general se tarda un tiempo en identificar y cuantificar los cambios en la estructura de la economía. Por tanto, aunque las medidas estadísticas pueden sobrevalorar la velocidad de cierre de la brecha del producto, los modelos estructurales pueden infravalorarla<sup>4</sup>.

Las autoridades monetarias se enfrentan a la incertidumbre sobre la holgura económica...

Las presiones inflacionistas procedentes de la escalada de los precios de las materias primas y la posibilidad de que la holgura económica esté sobrevalorada evocan recuerdos de los años 70. Entonces, los precios de los alimentos —que se fijan en mercados de subasta mundiales y, por tanto, responden con rapidez a las presiones de la demanda a nivel mundial— fueron los primeros en subir, mucho antes de que se dispararan los precios del petróleo (Gráfico IV.7, panel inferior izquierdo). Lo que siguió fue una espiral de aumentos de la inflación general y de los costes laborales unitarios que se reforzaban mutuamente (panel inferior central). Al mismo tiempo, las tasas de desempleo alcanzaron nuevos máximos y la notoria apertura de una gran brecha negativa del producto durante la década, según las medidas de entonces de la OCDE, indicaba una considerable holgura de la economía (panel inferior derecho).

... lo que sugiere un paralelismo con los retos de política monetaria de la década de los 70...

Hoy, con la perspectiva que da el tiempo, resulta claro que las medidas al uso de holgura económica en ese momento ofrecían cifras muy sobrevaloradas. El aumento de la tasa de desempleo se debió, en gran parte, a cambios estructurales en los mercados laborales. La desaceleración de la actividad económica se atribuyó, equivocadamente, sobre todo a la insuficiencia de la demanda, más que a una reducción considerable de la tasa de crecimiento potencial. En otras palabras, se consideró que la brecha del producto estimada era bastante significativa y persistente, cuando en realidad no lo era. Esto queda patente al analizar la diferencia entre la estimación en tiempo real de la OCDE, basada en medidas estructurales (Gráfico IV.7, panel inferior derecho), y las estimaciones revisadas basadas en datos actuales<sup>5</sup>. Esta falsa percepción ayuda a explicar por qué las políticas monetarias entonces aplicadas resultaron a la postre excesivamente acomodaticias durante demasiado tiempo.

<sup>4</sup> P. Gerlach, «The global output gap: measurement issues and regional disparities», *Informe Trimestral del BPI*, junio 2011, pp. 29–37.

<sup>5</sup> Para una evaluación en tiempo real de la estanflación de los años 70, véase P. McCracken *et al.*, *Towards full employment and price stability*, OCDE, junio 1977. En BPI, *75º Informe Anual*, junio 2005, y en A. Orphanides, «The quest for prosperity without inflation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n.º 3, abril 2003, pp. 633–63, se presenta información adicional sobre la sobrevaloración de las brechas del producto en la década de los 70.

... aun cuando el entorno económico actual parezca distinto

El entorno económico actual parece ser muy distinto del de la década de los 70. En particular, hoy en día la evolución de los salarios en las economías avanzadas no está tan estrechamente ligada a las brechas del producto ni a la evolución de los precios de consumo internos. En este hecho, la globalización, la mayor flexibilidad de los mercados laborales y el logro de la estabilidad de precios han representado un papel fundamental. Sin embargo, el aumento de los costes laborales unitarios en algunas de las principales economías de mercado emergentes representa un riesgo para la estabilidad de precios mundial, dada la importancia de estas economías en las cadenas de suministro. Aunque la situación actual difiere en muchos aspectos de la de los años 70, los retos que plantea a las autoridades monetarias presentan más similitudes con los de esa época de lo que podría parecer a primera vista.

En este contexto, los bancos centrales deben permanecer muy pendientes de la intensificación de las presiones inflacionistas, aun cuando los datos empíricos no casen aparentemente con las estimaciones convencionales de holgura económica y evolución salarial internas. Se precisará vigilancia y un endurecimiento de la política monetaria en el momento oportuno, tanto en las economías emergentes como en las avanzadas, para mantener bien ancladas las expectativas de inflación, asegurar un entorno de inflación reducida a escala mundial y reforzar la credibilidad de los bancos centrales en su lucha contra la inflación.

#### *Evaluación de la orientación actual de la política monetaria*

Consideradas con perspectiva histórica, las tasas de interés oficiales son excesivamente bajas...

¿Cuánto más hay que endurecer la política monetaria para mantener controlada la inflación? Las cifras procedentes de las reglas de Taylor estimadas, que relacionan el nivel de las tasas de interés oficiales con la inflación y la brecha del producto, indican que las tasas oficiales son excesivamente bajas. Esto es así en un gran número de países, en los que las tasas de interés oficiales implícitas derivadas de la regla de Taylor son muy superiores a las tasas efectivas (observaciones por encima de la línea de 45° en el panel izquierdo del Gráfico IV.8), y, también, en promedio, en el caso de la economía mundial (panel derecho).

Desde luego, las reglas de Taylor convencionales pueden no contemplar todas las disyuntivas con las que se encuentra un banco central al fijar su tasa de interés oficial. Estas reglas ignoran una serie de factores relevantes en el entorno de política actual, como la persistencia de dificultades financieras resultantes de la crisis y los efectos de las políticas monetarias no convencionales adoptadas recientemente. Estas últimas hacen que las condiciones monetarias sean mucho más acomodaticias de lo que indica la diferencia entre la tasa de interés oficial efectiva y la tasa implícita derivada de las reglas de Taylor estimadas.

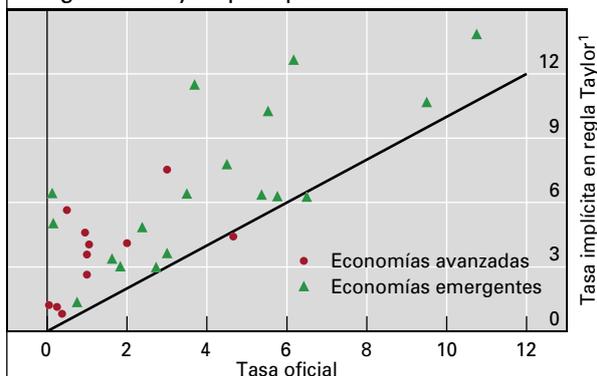
... y favorecen los riesgos para la estabilidad de precios y financiera

Por tanto, el presente tono expansivo de la política monetaria intensifica la preocupación por los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, puede propiciar una nueva acumulación de riesgos para la estabilidad financiera. En particular, las economías de mercado emergentes corren el riesgo de que se acumulen desequilibrios financieros similares a los observados en las economías avanzadas en los años inmediatamente anteriores a la crisis

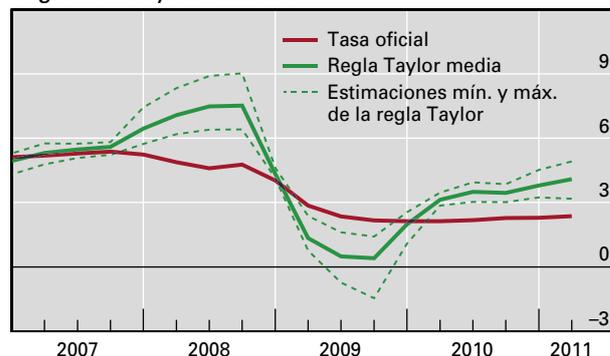
## La orientación de la política monetaria

En porcentaje

Reglas de Taylor para países individuales<sup>1</sup>



Reglas de Taylor mundiales<sup>2</sup>



Las reglas de Taylor se calculan como  $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , donde  $\pi$  es una estimación de la inflación e  $y$  es una estimación de la brecha del producto.  $r^*$  y  $\pi^*$  se calculan como el nivel medio de la tasa de interés real *ex post* y la tasa de inflación, respectivamente, desde T1 2000.

<sup>1</sup> Tasas implícitas en la regla de Taylor para T4 2010 basadas en la inflación medida por el IPC y la brecha del producto estimado mediante un filtro HP. <sup>2</sup> Reglas de Taylor estimadas para agregados mundiales que se construyen a partir de medias ponderadas de las tasas oficiales nacionales, la inflación y el PIB empleando el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. Se estimaron reglas de Taylor para todas las combinaciones de tres medidas de inflación (previsiones generales, subyacentes y generales de consenso) y estimaciones de la brecha del producto obtenidas a partir de tres métodos diferentes de cálculo del producto potencial (filtro de HP, tendencia cuadrática y componentes no observados). El gráfico indica la tasa de Taylor media, máxima y mínima para cada una de las nueve combinaciones.

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

Gráfico IV.8

mundial. El crédito en relación con el PIB y los precios de la vivienda y de las acciones crecieron con rapidez en muchas economías emergentes durante el pasado año (Gráfico IV.9 y Gráfico I.2, panel derecho). Esta evolución también obedece a las voluminosas entradas de capital (Gráfico I.2, panel central).

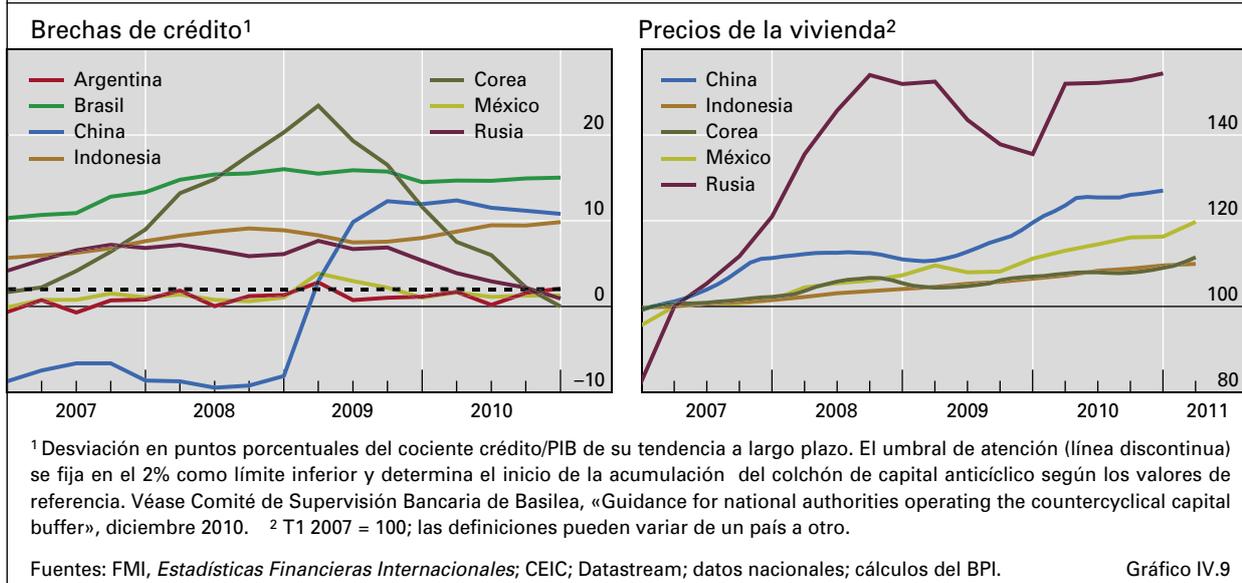
El endurecimiento de la política monetaria en las economías de mercado emergentes ha sido limitado debido a la preocupación de que se refuercen las entradas de capital y la apreciación de las monedas. En su lugar, se han adoptado medidas alternativas para frenar la acumulación de desequilibrios financieros, como medidas macroprudenciales (por ejemplo, límites a la relación préstamo/valor y a la relación servicio de la deuda/ingresos), mayores requerimientos de encaje y, en algunos casos, controles de capitales (por ejemplo, en forma de imposición de tasas a las entradas de capital a corto plazo)<sup>6</sup>. Sin embargo, estas medidas no pueden sustituir al endurecimiento de la política monetaria y la mayor flexibilidad cambiaria<sup>7</sup>.

En los países avanzados más afectados por la crisis, cualquier retraso injustificado en la normalización de la orientación de la política monetaria entraña el riesgo de crear graves distorsiones en los mercados financieros, un

<sup>6</sup> Para más información sobre las herramientas macroprudenciales y su uso, véase CGFS, «Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences», *CGFS Papers*, n.º 38, mayo 2010.

<sup>7</sup> J. Caruana, «Capital flows to the emerging market economies: a perspective on policy challenges», discurso pronunciado en la 46ª Conferencia de Gobernadores del SEACEN, Colombo, Sri Lanka, 24–26 febrero 2011.

## Brechas de crédito y precios de la vivienda en economías de mercado emergentes



aplazamiento del desapalancamiento y una ineficiente asignación de los recursos<sup>8</sup>. Además, las condiciones monetarias inusualmente acomodaticias de las economías avanzadas han sido probablemente un factor importante que ha favorecido la intensa afluencia de capital que se ha producido recientemente hacia las economías emergentes.

Los bancos centrales deben tener más en cuenta...

... las implicaciones mundiales de sus medidas colectivas

Sin duda, una enseñanza de la crisis es que las medidas de política monetaria adoptadas en una economía pueden tener consecuencias importantes para otras. Cualquier política que adopte un enfoque puramente interno deja de tener en cuenta las implicaciones mundiales del comportamiento colectivo de los bancos centrales. Por ejemplo, en el periodo previo a la crisis, las tasas de interés oficiales inusualmente reducidas de las principales economías avanzadas se transmitieron al resto del mundo a través de la resistencia a la apreciación de las monedas, creando unas condiciones monetarias mundiales inusualmente relajadas en un momento de fuerte crecimiento mundial. Otro ejemplo es el papel de los precios de las materias primas en la formulación de la política monetaria. Los bancos centrales suelen tratar estos precios como exógenos, excluyéndolos a menudo del índice de precios que representa la principal referencia de la política monetaria. Pero los precios de las materias primas, que se determinan en mercados de subasta mundiales, pueden verse determinados por las condiciones monetarias internacionales y, por tanto, ser endógenos con respecto a las medidas colectivas de los bancos centrales. Como se explica en el Recuadro IV.B, el reciente aumento de los precios de las materias primas puede estar relacionado también con la búsqueda de rentabilidad provocada por la extraordinaria relajación de la política monetaria a nivel mundial. Estas consideraciones requieren que los bancos centrales tengan más en cuenta los efectos colaterales

<sup>8</sup> Véase un análisis detallado del asunto en BPI, *80º Informe Anual*, junio 2010, Capítulo III.

globales de sus propias políticas monetarias (Capítulo III). Este análisis también pone de manifiesto la importancia de alcanzar un consenso internacional sobre la forma de conseguir un crecimiento equilibrado no inflacionista.

## Resumen

En el entorno monetario actual, las autoridades se enfrentan a varios retos de enormes proporciones. El aumento del tamaño y la complejidad de los balances de los bancos centrales, consecuencia de políticas monetarias no convencionales y de la acumulación de reservas de divisas, crea riesgos que, de no controlarse, podrían finalmente afectar a la credibilidad de la política monetaria. Al mismo tiempo, la escalada de los precios de las materias primas ha impulsado al alza las tasas de inflación general, situándolas en niveles preocupantes en muchas economías, mientras que la mayor restricción de capacidad ha incrementado los riesgos de efectos de segunda ronda sobre la inflación. Esta intensificación de los riesgos inflacionistas requeriría tasas de interés oficiales más elevadas. No obstante, en algunas economías avanzadas estas deben aún ponderarse considerando las vulnerabilidades asociadas a los ajustes en marcha de los balances de los sectores público y privado y la persistente fragilidad del sector financiero. Sin embargo, el prolongado periodo de niveles deprimidos de tasas de interés entraña el riesgo de crear graves distorsiones financieras, asignaciones ineficientes de los recursos y retrasos en el necesario desapalancamiento en aquellos países avanzados más afectados por la crisis. Además, algunas economías de mercado emergentes dan muestras de una nueva acumulación de desequilibrios financieros.

Es preciso endurecer la política monetaria a nivel mundial para contener las presiones inflacionistas y prevenir riesgos para la estabilidad financiera. Este endurecimiento también es fundamental para que los bancos centrales conserven su merecida credibilidad en la lucha contra la inflación, que es especialmente importante en este momento, en el que puede considerarse que la elevada deuda de los sectores público y privado limita la capacidad de los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios. Posiblemente los bancos centrales tengan que estar preparados para subir las tasas de interés oficiales a un ritmo más rápido que en episodios anteriores de endurecimiento de la política monetaria.