

## VI. La política monetaria en la encrucijada

La política monetaria continúa siendo extraordinariamente acomodaticia, al haber mantenido los bancos centrales las tasas de interés oficiales en niveles muy bajos y haber ampliado aún más sus balances. Si bien estas medidas han contribuido de forma importante a afrontar correctamente la crisis y sus secuelas inmediatas, están suscitando preocupación la menguante eficacia de las medidas adicionales de política monetaria y los efectos secundarios adversos de una prolongada acomodación monetaria. Los bancos centrales se enfrentan a retos significativos al considerar la conveniencia de intensificar la acomodación, contemplar la inevitable salida de esta y examinar la configuración de sus marcos de política en un entorno más normal.

Este capítulo examina en primer lugar las recientes medidas adoptadas por los bancos centrales, con la tendencia de fondo a aplicar activamente políticas monetarias desde el comienzo de la crisis, y analiza los desafíos que plantea su formulación en el corto plazo. Aborda luego cuestiones vinculadas al inevitable abandono de su orientación actual y estudia las repercusiones a más largo plazo de la crisis para los marcos de política monetaria. El capítulo concluye que entre las principales prioridades de los bancos centrales estarán adoptar estrategias flexibles para el repliegue progresivo de sus actuales políticas y realizar ajustes difíciles —aunque no reformas profundas— de los marcos de política monetaria anteriores a la crisis.

### La política monetaria y la crisis

En los últimos cinco años, la gestión de la política monetaria se ha caracterizado por dos tendencias principales que están interrelacionadas. En primer lugar, las tasas de interés oficiales se han reducido y mantenido en niveles bajos en todas las regiones económicas (Gráfico VI.1). Ya a principios de 2009, la mayoría de bancos centrales de economías avanzadas habían reducido las tasas de interés hasta su límite inferior efectivo, donde siguen cuatro años después. La Reserva Federal apuntaló su política de tasas de interés bajas formulando orientaciones prospectivas (*forward guidance*) que condicionaban la duración de su política a objetivos de desempleo e inflación. El BCE, por su parte, ha mantenido sus tasas en niveles bajos desde principios de 2009. Tras subirlas dos veces en 2011, las redujo más tarde, y recientemente las ha llevado a nuevos mínimos. En términos reales, las tasas de interés oficiales de las principales economías avanzadas no habían sido tan persistentemente negativas desde los años setenta.

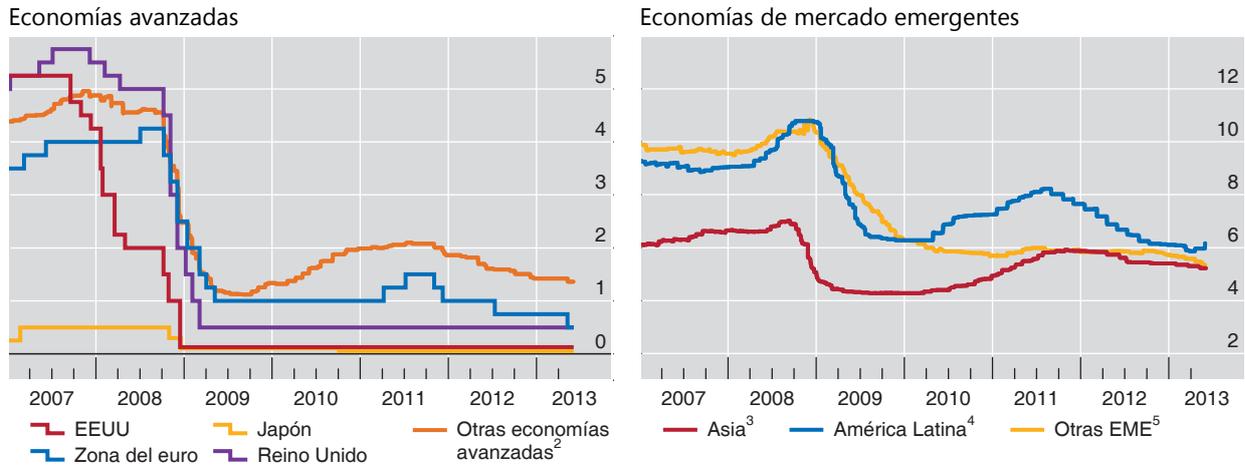
En las demás economías avanzadas y en las de mercado emergentes, las tasas oficiales han seguido igualmente una tendencia a la baja (Gráfico VI.1). Si bien las tasas nominales se han situado generalmente muy por encima de sus límites inferiores, las reales han sido también muy bajas, en particular teniendo en cuenta que sus economías y sus mercados de activos y de crédito han sido más pujantes que los de las principales economías avanzadas.

La segunda tendencia clave de la política monetaria es el enorme crecimiento de los balances de los bancos centrales, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB (Gráfico VI.2). Desde finales de 2007, los activos totales de los bancos centrales de todo el mundo casi se han duplicado, hasta rondar los

## Tasas de interés oficiales<sup>1</sup>

En porcentaje

Gráfico VI.1



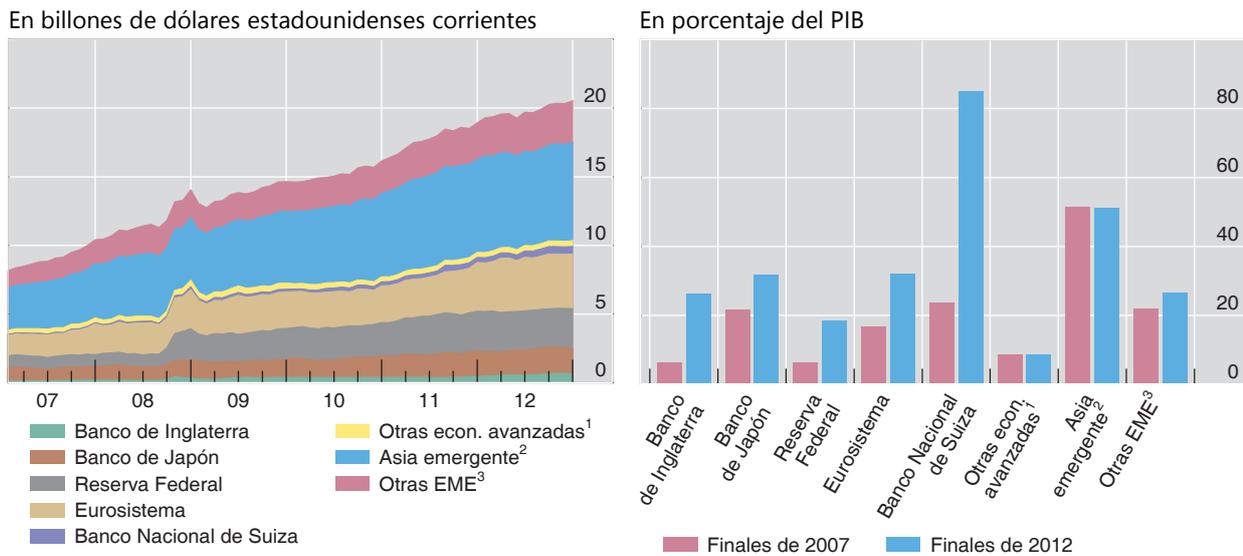
<sup>1</sup> Tasas de interés oficiales o alternativa más cercana; para intervalos objetivo, el punto medio del intervalo. Los agregados corresponden a medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. <sup>2</sup> Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelandia, Suecia y Suiza. <sup>3</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino. <sup>4</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. <sup>5</sup> Otras economías de mercado emergentes (EME): Arabia Saudita, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

20 billones de dólares, el equivalente a algo más del 30% del PIB mundial. En las economías emergentes asiáticas, los activos de los bancos centrales representan más del 50% del PIB, el mismo nivel que a finales de 2007, ya que el PIB de la región también creció vigorosamente durante el periodo. En Suiza, el porcentaje alcanzó recientemente el 85% del PIB, al haber aumentado con fuerza el Banco Nacional de Suiza sus reservas de divisas, hasta rozar los 470 000 millones de dólares a finales de 2012, en defensa del límite mínimo establecido para su tipo de cambio con el euro.

Junto con la expansión de balances, también se ha alargado notablemente el vencimiento de los activos de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, a raíz de nuevas medidas no convencionales de política monetaria aplicadas desde 2007 (Gráfico VI.3). En la primera fase de la crisis, los bancos centrales incrementaron la financiación a un día y a plazo para las instituciones financieras en respuesta a tensiones en los mercados monetarios. Posteriormente, la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra lanzaron programas a gran escala de compra de títulos de deuda a más largo plazo de los sectores público y privado con el fin de brindar un mayor estímulo monetario en el límite inferior efectivo reduciendo las tasas de interés a más largo plazo.

El BCE se ha centrado en abordar las deficiencias del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Al efecto, puso en marcha operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y programas de compra de activos adicionales dirigidos a los segmentos ilíquidos de los mercados de títulos de renta fija públicos y privados. En consecuencia, las tenencias directas de valores por el Eurosistema siguen siendo menores que las de los bancos centrales de esas tres economías principales, pero la duración de las operaciones de financiación se ha ampliado.



<sup>1</sup> Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelandia y Suecia. <sup>2</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino. <sup>3</sup> Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

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

En la coyuntura actual, los cuatro principales bancos centrales llevan adelante diferentes programas de balance para afrontar sus propias dificultades económicas y financieras. La Reserva Federal está instrumentando un programa de duración indefinida de compra de activos, en particular bonos de titulización hipotecaria y títulos del Tesoro, por un importe mensual de 85 000 millones de dólares. Este programa, unido a la formulación de orientaciones sobre la futura evolución de sus tasas oficiales, ha llevado la curva de rendimientos de Estados Unidos a mínimos históricos, en un intento por impulsar la demanda agregada. La Fed ha anunciado que el ritmo del programa y la cuantía a la que finalmente ascienda dependerán de la evolución del mercado laboral y de la inflación.

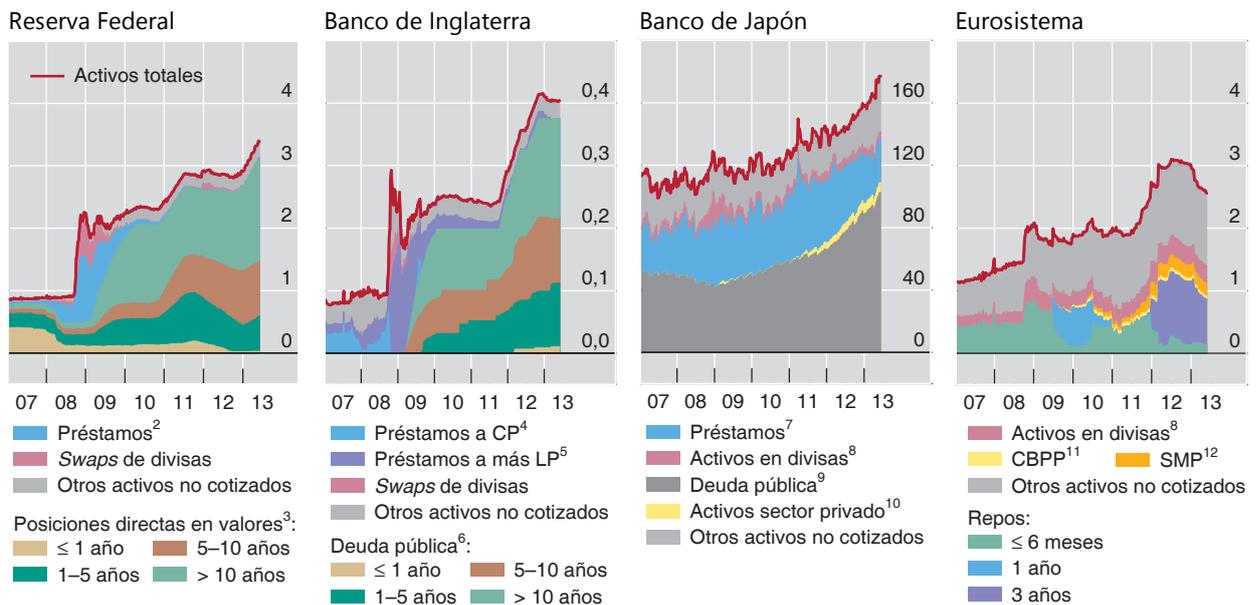
En el Banco de Inglaterra, el Programa de Financiación del Préstamo (FLS) se propone incrementar la disponibilidad del crédito en la economía real; entre otras medidas, subvencionando los costes de financiación de las sociedades financieras. La ampliación del FLS a principios de este año refleja los primeros síntomas de su éxito para estimular el préstamo, pero también la inquietud por las persistentes deficiencias en el mecanismo de transmisión monetaria. El programa ampliado pretende aumentar los incentivos de la banca para prestar a pequeñas y medianas empresas.

Las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) del BCE abordan el riesgo de redenominación en la zona del euro. Al proporcionar un respaldo de liquidez a los mercados de deuda soberana, las OMC intentan asegurar la integridad de la política monetaria en toda la zona. La activación de las OMC se condiciona al cumplimiento de estrictos criterios en el marco del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Aunque estas operaciones aún no se han activado formalmente, su mera creación ha contribuido a contener los riesgos extremos a la baja en la zona del euro (véase Capítulo II).

## Tamaño y composición de los balances de los bancos centrales<sup>1</sup>

En billones de unidades de las respectivas monedas

Gráfico VI.3



<sup>1</sup> Banco de Inglaterra y Reserva Federal: desglose por vencimiento residual; Eurosistema: desglose de operaciones *repo* en circulación en base al vencimiento original. <sup>2</sup> *Repos* en circulación, Term Auction Facility, otros préstamos y tenencias netas en cartera de la Commercial Paper Funding Facility LLC. <sup>3</sup> Títulos del Tesoro de EEUU, títulos respaldados por hipotecas y títulos de deuda de agencias; valor nominal. <sup>4</sup> Una semana, otro vencimiento dentro del periodo de mantenimiento y operaciones *repo* de ajuste. <sup>5</sup> Operaciones *repo* a plazo más largo. <sup>6</sup> Tenencias de la Asset Purchase Facility; ingresos. <sup>7</sup> Derechos de cobro en virtud de acuerdos de reventa y préstamos, excluidos los concedidos a la Corporación de Garantía de Depósitos. <sup>8</sup> Incluye subastas de liquidez en dólares estadounidenses. <sup>9</sup> Bonos del Gobierno japonés. <sup>10</sup> Efectos comerciales, bonos corporativos, fondos cotizados en bolsa y valores de fondos de inversión inmobiliaria cotizados. <sup>11</sup> Tenencias de bonos garantizados en el marco del Covered Bond Purchase Programme (CBPP) 1 y 2. <sup>12</sup> Tenencias de títulos en el marco del Securities Markets Programme (SMP).

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

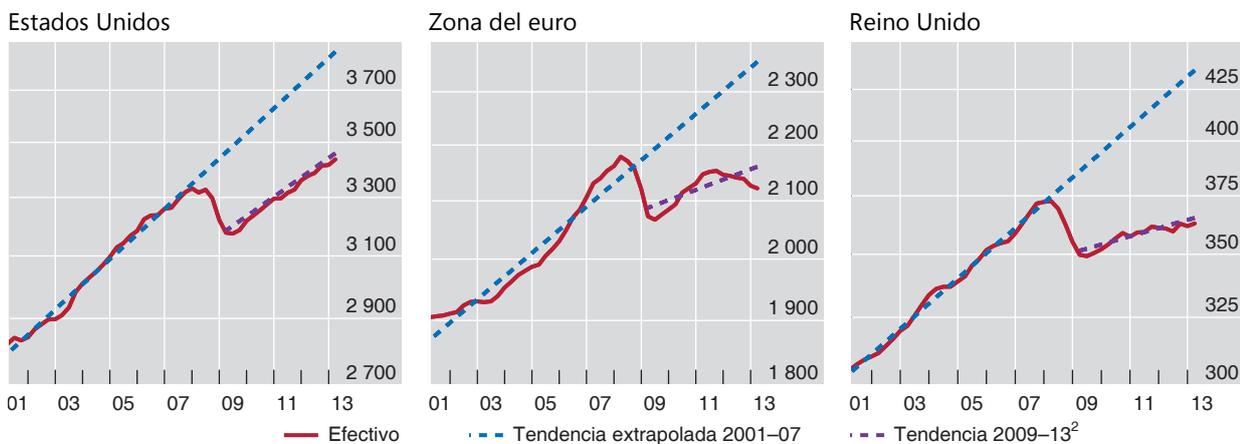
El Banco de Japón ha lanzado un programa de expansión cuantitativa y cualitativa con el fin de doblar su base monetaria y los volúmenes en circulación de bonos del Gobierno y de fondos cotizados en bolsa, así como de duplicar con creces el vencimiento medio de sus compras de deuda pública. El programa se enmarca en un esfuerzo más amplio del Gobierno nipón y del Banco de Japón para vencer la deflación y apuntalar un crecimiento sostenible. Este plan supone elevar el objetivo de estabilidad de precios del 1% al 2% de inflación anual y utilizar la base monetaria como objetivo operativo para las operaciones del mercado monetario, en vez de la tasa a un día sin garantía como hasta ahora. A fecha de este Informe, según indicadores de mercado y encuestas, las expectativas de inflación en Japón han evolucionado al alza, pero es demasiado pronto para evaluar el efecto de largo plazo del programa.

Fuera de las principales economías avanzadas, la expansión del activo de los bancos centrales se ha debido principalmente a la acumulación a gran escala de reservas de divisas. Al desatarse la crisis, numerosas economías emergentes de Asia aumentaron sus reservas de divisas para contrarrestar las presiones al alza sobre sus monedas. Aunque en los últimos años la acumulación ha perdido brío, el *stock* de reservas de divisas en estas economías es considerable, superando a finales de 2012 los 5 billones de dólares, aproximadamente la mitad del total mundial (Cuadro II.1). Además, estas economías mantienen actualmente reservas que superan las medidas convencionales de suficiencia.

## PIB real<sup>1</sup>

Datos trimestrales, en miles de millones de unidades de las respectivas monedas

Gráfico VI.4



<sup>1</sup> Desestacionalizado, en escala logarítmica. <sup>2</sup> Primer trimestre.

Fuentes: datos nacionales; cálculos del BPI.

En conjunto, las medidas adoptadas por los bancos centrales desde el inicio de la crisis han cumplido una función estabilizadora crucial, contrarrestando primero las consecuencias del colapso financiero y apuntalando después la recuperación de la economía real. No obstante, en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido, el nivel de la actividad económica permanece muy por debajo de su tendencia previa a la crisis (Gráfico VI.4) y las tasas de desempleo continúan siendo elevadas, especialmente en comparación con recuperaciones económicas previas. Esto último explica en parte por qué los bancos centrales acometieron nuevas medidas el año pasado y por qué se han barajado ideas aún más radicales, como adoptar un objetivo de PIB nominal y monetizar los déficits presupuestarios.

Pese a haber logrado contener la crisis, la política monetaria no ha cumplido las expectativas por diversos motivos. En este sentido, quizás no haya sido oportuno tomar como referencia la trayectoria anterior del PIB. Al menos en los países más afectados por el colapso financiero, la senda sostenible del PIB podría haberse sobrestimado. Los auges financieros suelen ocultar ineficiencias en la asignación de recursos entre sectores, pero estos desequilibrios solo se revelan plenamente en las caídas posteriores y en las recesiones de balance que las acompañan (véase Capítulo III). También hay abundantes pruebas de que, tras las crisis financieras, la senda del producto potencial tiende a la baja. Además, en estas condiciones, la política monetaria será previsiblemente menos eficaz de lo habitual. En una recesión de balance, el mecanismo de transmisión de la política monetaria a la economía real queda trabado por la retracción del sector privado y por el deterioro del sector financiero. Para reactivar el crecimiento de forma sostenible, es necesario adoptar reformas y medidas de saneamiento adecuadas.

Además del deterioro del mecanismo de transmisión monetaria, persiste el temor a que las políticas de los bancos centrales hayan perdido eficacia marginal. Al fin y al cabo, las tasas de interés y los diferenciales de riesgo solo pueden comprimirse hasta un cierto límite. Por ejemplo, la prima por plazo para los rendimientos a largo plazo ya es muy negativa. Además, dado que el mercado presenta menor grado de segmentación que durante el apogeo de la crisis, el

mecanismo de reequilibrio de cartera de los programas de compra de activos a gran escala podría perder fuerza.

Al mismo tiempo que la eficacia de las medidas de los bancos centrales puede haber disminuido, las políticas monetarias acomodaticias han producido diversos efectos secundarios, como se destacó en el Informe del año pasado<sup>1</sup>. La persistencia de tasas de interés bajas suele alentar la asunción agresiva de riesgos, la acumulación de desequilibrios financieros y distorsiones en la formación de precios en los mercados financieros. Esta coyuntura también ha incentivado la demora de medidas necesarias de saneamiento de balances y de reforma. Dichos incentivos han estado enviando el mensaje equivocado tanto a las autoridades responsables de las finanzas públicas con graves problemas de sostenibilidad a largo plazo como a aquellas otras que no han hecho lo suficiente para reconocer pérdidas y aumentar el capital y que han estado refinanciando préstamos de forma indefinida.

Otro efecto secundario importante nace de las repercusiones a escala mundial de la política monetaria. La persistencia de bajas tasas de interés en las principales economías avanzadas ha presionado al alza los tipos de cambio y alentado flujos de capitales desestabilizadores hacia economías de mercado emergentes con mayor tasa de crecimiento, así como hacia varias economías avanzadas pequeñas<sup>2</sup>.

## Estrategias de salida

En los próximos años, la corrección del sesgo extraordinariamente acomodaticio de la política monetaria planteará retos considerables a los bancos centrales, que habrán de acertar al sopesar los riesgos de un repliegue prematuro y los de seguir demorándolo. Si bien los primeros son bien conocidos, es importante no ser complacientes con los segundos con la excusa de que aún no se han materializado. Además, los bancos centrales deberán asegurarse de que este repliegue se lleve a cabo con los menores contratiempos posibles.

El momento de esta salida y el ritmo al que se realice lógicamente dependerán de las circunstancias de cada una de las principales economías avanzadas. Las señales observadas este año de cierto afianzamiento de su recuperación económica llevaron a los mercados a esperar que el repliegue se produjera un poco antes, aunque sin ser inminente. Las curvas a plazo indican que se espera que las tasas de interés oficiales permanezcan en sus actuales niveles muy bajos durante al menos otro año más y que luego aumenten solo gradualmente, con trayectorias temporales algo diferentes en las cuatro economías (Gráfico VI.5). Naturalmente, las expectativas pueden mostrar cierta discontinuidad según se desarrollen los acontecimientos y evolucione la percepción sobre la eficacia de la estrategia de cada banco central.

En los últimos años los bancos centrales han reforzado su capacidad operativa para gestionar su estrategia de salida con flexibilidad. De hecho, llegó a temerse

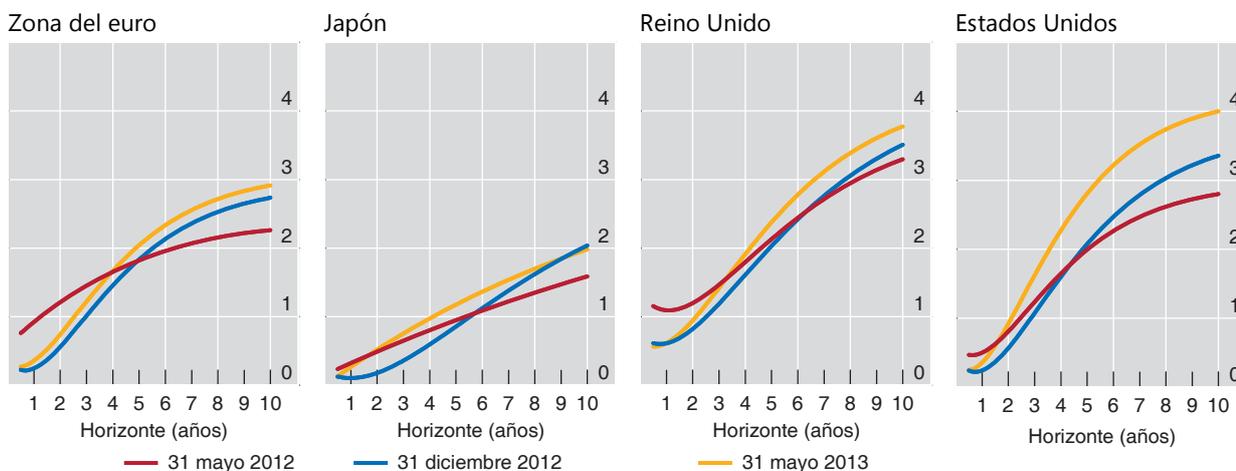
<sup>1</sup> Véase en el Capítulo IV del *82º Informe Anual del BPI*, de junio de 2012, un análisis detallado de los efectos secundarios de una prolongada expansión monetaria.

<sup>2</sup> Pueden consultarse más detalles sobre los riesgos que plantean las repercusiones mundiales de las políticas en J. Caruana, «International monetary policy interactions: challenges and prospects», discurso pronunciado en la conferencia del CEMLA-SEACEN sobre «El Papel de los Bancos Centrales en la estabilidad macroeconómica y financiera: Los retos en un mundo incierto y volátil», celebrada en Punta del Este, Uruguay, el 16 de noviembre de 2012.

## Curvas a plazo<sup>1</sup>

En porcentaje

Gráfico VI.5



<sup>1</sup> Tasas a plazo nominales instantáneas derivadas de la curva Libor/swap.

Fuentes: Datastream; cálculos del BPI.

que no pudieran elevarse las tasas de interés oficiales antes de ponerse fin a las compras de activos a gran escala. Desde una perspectiva puramente técnica, sin embargo, este aspecto ya no preocupa especialmente. En la actualidad, los bancos centrales disponen de una amplia gama de herramientas, como las facilidades de depósito, el pago de intereses sobre el exceso de reservas, los acuerdos de recompra a plazo y otros mecanismos, que les permiten desvincular sus decisiones sobre la tasa de interés oficial de las relativas a su balance.

Además, las estrategias de comunicación de los bancos centrales serán también fundamentales en este contexto. En los últimos años, algunos de ellos están ofreciendo orientaciones mejoradas sobre sus futuras decisiones de política, lo que ha permitido al sector privado formarse expectativas más acordes a los objetivos de las políticas.

Un ejemplo aleccionador que ofrece una referencia histórica para calibrar los riesgos del repliegue es la normalización de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos a mediados de los años noventa. A principios de 1994, la Reserva Federal elevó su tasa oficial tras haberla mantenido excepcionalmente baja durante un tiempo considerable. La respuesta inmediata fue un pronunciado aumento de las curvas de rendimientos, no solo en Estados Unidos, sino en todo el mundo<sup>3</sup>.

La situación ha cambiado indudablemente mucho desde 1994, pero las consideraciones se aplican en ambos sentidos. Por un lado, los bancos centrales son ahora mucho más transparentes sobre sus intenciones en materia de políticas y han adquirido considerable experiencia en la gestión de las expectativas. Por el otro, el contexto es ahora mucho más complejo. En la actualidad, una estrategia de salida exige establecer una secuencia de aumentos de tasas de interés y de reversión de las políticas de expansión de balances.

Además, cada una de estas salidas tendrá que formularse en un contexto de altos niveles de deuda, en su mayoría emitida a tasas de interés en mínimos

<sup>3</sup> Puede consultarse una descripción más detallada de este episodio en el Capítulo V del 66º Informe Anual del BPI, de junio de 1996.

históricos. Resta saber cómo reaccionarán los mercados al viraje de la política monetaria, en particular por la importancia que han adquirido los bancos centrales en los principales mercados. En efecto, en algunos casos se les percibe como compradores de última instancia de bonos a más largo plazo; en otros, han brindado abundante respaldo de liquidez, convirtiéndose de hecho en intermediarios fundamentales en los mercados interbancarios. Estos aspectos ponen de relieve la posibilidad de que, en cuanto los bancos centrales indiquen que el repliegue es inminente, se generen dinámicas de mercado perturbadoras. El riesgo de postergar dicha reversión para evitar tales perturbaciones probablemente aumente con el tiempo, a medida que la situación vaya enquistándose.

Esto hace aún más importante que las instituciones financieras sean capaces de asumir riesgo de tasa de interés. Las innovaciones del mercado financiero han mejorado la capacidad de los inversores para cubrir dicho riesgo. Además, las pruebas de tensión a las que actualmente se someten los balances para comprobar su respuesta a un pronunciado aumento de las curvas de rendimiento contribuyen a estar mejor preparados. Dicho esto, la capacidad de los inversores para protegerse eficazmente puede verse limitada si la transición hacia tasas de interés más elevadas resultase particularmente abrupta e irregular. En esta coyuntura, también es probable que surjan riesgos de contraparte, ya que la exposición total al riesgo de tasa de interés no puede eliminarse mediante dichas prácticas del sector privado. Además, ante las abultadas tenencias de activos de renta fija a largo plazo por los bancos, un aumento pronunciado de las tasas de interés también podría elevar el riesgo de tensiones en el sistema financiero.

El inicio de los repliegues por los bancos centrales de las principales economías avanzadas y su posterior ritmo de ejecución también tendrán consecuencias para las economías avanzadas pequeñas y las de mercado emergentes. En la medida en que el repliegue se realice en cada economía en su momento oportuno y sin contratiempos, asentado en una recuperación sólida que encamine a la economía mundial hacia un crecimiento equilibrado y sostenible, el resultado será positivo para todos. En cambio, un aumento desproporcionado de las tasas de interés podría propiciar volatilidad en los flujos de capital y tipos de cambio, con las consiguientes repercusiones negativas para la estabilidad macroeconómica y financiera mundial. Esto sugiere que las economías susceptibles de verse afectadas mejorarían su situación reforzando sus colchones de capital, reduciendo desequilibrios financieros y aumentando la capacidad de sus marcos de política para absorber volatilidad.

A los bancos centrales también se les plantean diversos retos de índole político-económica al contemplar estrategias de salida. La historia enseña que las decisiones de política monetaria resultan más acertadas cuando se ignoran aspectos de conveniencia política cortoplacistas; de ahí la importancia de su autonomía operativa. Esto se aplica particularmente en condiciones extremas como las que prevalecen hoy en día. En general, las presiones de índole político-económica dificultarían la salida y la demorarían, y esto por varias razones.

En primer lugar, los sectores endeudados, ya sean hogares, sociedades no financieras o incluso gobiernos, no recibirán con agrado un aumento de las tasas de interés, aunque esto no es ninguna novedad. Sin embargo, dado que las tasas de interés se han mantenido tan bajas durante tanto tiempo, es probable que los elevados niveles de deuda, unidos a los programas de financiación excepcional en vigor, refuercen la reacción de dichos sectores, especialmente si sus expectativas y patrones de comportamiento se han acostumbrado a condiciones tan poco usuales. Por ejemplo, es fácil imaginar que surjan tensiones entre los bancos centrales inmersos en una estrategia de salida y las agencias de gestión de la deuda, que tratan de mantener bajos los costes del servicio de la deuda.

En segundo lugar, la situación financiera de los bancos centrales podría tensarse, lo que plantearía interrogantes sobre su utilización de fondos públicos, reduciría los ingresos fiscales e incluso podría socavar la independencia financiera de las instituciones. La tolerancia del público con respecto a pérdidas por los bancos centrales puede ser muy limitada.

Por último, pueden estar operando factores de reputación más amplios. Por ejemplo, en aquellos casos en que los bancos centrales pagan intereses sobre las reservas, salvo que el repliegue vaya unido a un aumento del encaje bancario no remunerado, el aumento aparejado de transferencias a los bancos puede no ser bien recibido por el público y adquirir un cariz político, en especial si ocurre en momentos de consolidación fiscal.

Todo lo anterior destaca la importancia de prepararse minuciosamente y de comunicar las medidas con suficiente antelación, y exige preservar la integridad de las credenciales antiinflationistas de los bancos centrales. Mantener la flexibilidad y los medios necesarios para aplicar la estrategia de salida es fundamental para evitar que los mercados tomen la delantera.

## El camino por delante

Si bien los bancos centrales se enfrentan a duros desafíos en el corto plazo y en el momento en que replieguen sus medidas, no deben perder de vista el camino por delante. ¿Qué lecciones pueden extraerse de la crisis para sus marcos de política monetaria? Algunas de ellas se refieren a instrumentos de política y operaciones de mercado; otras, a aspectos más estratégicos de los marcos.

Como respuesta a la crisis, los bancos centrales ampliaron su gama de herramientas y modificaron sus operaciones de mercado para lidiar con condiciones en ocasiones extremas. ¿Deberían convertirse estas herramientas y prácticas en un elemento permanente de los nuevos marcos?

Algunos de los aspectos son más bien técnicos, aunque pueden tener implicaciones significativas para el funcionamiento del mercado. Un ejemplo es el pago de intereses sobre reservas. Esta es una práctica habitual que la Reserva Federal no tenía a su disposición antes de la crisis y que posiblemente mantenga, ya que refuerza su capacidad de controlar las tasas de interés a corto plazo. Un segundo aspecto, más delicado, es la gama de colateral admisible, que se amplió considerablemente en los países azotados por la crisis y que no parece que vaya a reducirse sustancialmente en el futuro. Dicho esto, las decisiones de los bancos centrales en este ámbito deberán sopesar varios aspectos, entre ellos la disponibilidad de colateral de alta calidad, las reformas regulatorias y los puntos de vista sobre la función que debe desempeñar la liquidez del banco central en épocas normales y de tensión. Un tercer asunto es el tipo de tasa de interés oficial a corto plazo que se constituirá en objetivo, por ejemplo, si será una tasa de interés con o sin garantía. De nuevo, esto posiblemente dependerá —al igual que en el pasado— de las circunstancias concretas del país.

Un aspecto más general es si los bancos centrales deberían volver a operar en los mercados para influir únicamente en la tasa a corto plazo. Esto implicaría descartar cualquier tentativa de influir en las condiciones financieras generales de forma más directa, por ejemplo, a través de compras de activos a gran escala o de programas especiales de crédito. En tal caso, la tasa oficial a corto plazo y las expectativas sobre su trayectoria futura volverían a convertirse en el mecanismo por excelencia para orientar las condiciones monetarias.

Aunque resulte tentador optar por un conjunto de herramientas más amplio, hay argumentos de peso para retomar uno más limitado. En primer lugar, mientras

que los bancos centrales controlan directamente la tasa a corto plazo, su capacidad para influir en otros precios de activos —tales como los rendimientos de la deuda pública a largo plazo— solo puede valorarse en el contexto del balance consolidado del sector público; es decir, también es importante, por ejemplo, el papel que juegan las oficinas de gestión de la deuda. Segundo, las medidas basadas en el balance de los bancos centrales pueden difuminar fácilmente la distinción entre las políticas monetaria y fiscal. Tercero, estas medidas pueden poner en peligro la solidez financiera del banco central. Todo ello suscita una serie de peliagudas cuestiones sobre coordinación con el gobierno y autonomía operativa. Por los motivos mencionados, es mejor reservar dichas herramientas únicamente para circunstancias excepcionales.

En cuanto a los aspectos más estratégicos de la política monetaria, la crisis no ha desacreditado los elementos básicos de los marcos previos: la orientación a la estabilidad de precios y la independencia de los bancos centrales en la toma de decisiones. Estas características han sido fundamentales para lograr una inflación estable y baja tanto en economías avanzadas como en las de mercado emergentes en las últimas décadas y han demostrado ser instrumentales en el anclaje de las expectativas de inflación.

Sin embargo, los marcos de política monetaria anteriores a la crisis no lograron garantizar una estabilidad financiera y económica duradera. De hecho, en un entorno de inflación baja y estable, los desequilibrios financieros desencadenaron la crisis más severa desde la Gran Depresión. Esta experiencia sugiere que tendría sus ventajas integrar de forma más sistemática las consideraciones de estabilidad financiera en la instrumentación de la política monetaria, especialmente vista la tendencia de las economías a generar prolongadas fases de auge financiero seguidas de desplomes.

La reforma regulatoria efectivamente desempeñará una función importante en mitigar estos riesgos, pero no es de por sí suficiente. Se han producido avances significativos en materia de regulación (véase Capítulo V), especialmente en relación con los marcos y herramientas macroprudenciales. Estas medidas aumentarán sin duda la resiliencia del sistema financiero y su capacidad de hacer frente a desplomes financieros, pero su eficacia para contener auges financieros no está tan clara. Además, las medidas regulatorias tienen sus límites: algunos componentes del sistema financiero son difíciles de regular, y con el tiempo las medidas pueden perder eficacia debido al arbitraje regulador. Ante estas consideraciones, la política monetaria tiene un papel complementario importante, ya que la tasa de interés oficial representa el precio universal del apalancamiento en una moneda dada y no es fácil de eludir.

Integrar estas consideraciones de estabilidad financiera en los marcos de política monetaria plantea serios retos analíticos. Los modelos macroeconómicos al uso previos a la crisis no contemplaban auges y desplomes financieros y otorgaban poca importancia al sector financiero. Además, los análisis de estabilidad financiera de los bancos centrales apenas contribuían a las decisiones de política monetaria. Desde la crisis, los bancos centrales han redoblado sus esfuerzos por superar estas deficiencias y se ha avanzado en el diseño de modelos, la gama de herramientas disponibles y las formas de incorporar sus resultados en la formulación de políticas. El Banco Central de Noruega, por ejemplo, modificó recientemente su modelo de política de referencia para reflejar la noción de que las tasas de interés que permanecen demasiado bajas durante demasiado tiempo pueden llegar a crear distorsiones. Con todo, el camino por recorrer aún es largo.

Estas iniciativas deben ayudar a la adopción de un enfoque más simétrico que en el pasado para abordar los auges y desplomes financieros. En los últimos 10 o 15 años, los bancos centrales parecen haber respondido de forma asimétrica a las

preocupaciones de estabilidad financiera. En las economías avanzadas, por ejemplo, las tasas oficiales se recortaron de forma agresiva en respuesta a las dificultades financieras (la crisis del LTCM, el estallido de la burbuja puntocom y las recientes crisis financieras internacionales de crédito y soberana), pero después se elevaron tan solo de forma titubeante y gradual, en lo que se conoce como «predominancia financiera»<sup>4</sup>.

Un enfoque más simétrico implicaría endurecer la política monetaria con más fuerza en las épocas de auge, para relajarla con menor agresividad y persistencia durante las fases de desplome. Un enfoque de este tipo podría ayudar a mitigar el riesgo de una nueva acumulación de desequilibrios financieros. En la práctica, esto incluye prestar más atención a los asuntos de estabilidad financiera y ampliar el horizonte de las políticas para tener en cuenta el hecho de que los desequilibrios financieros tardan tiempo en acumularse, a menudo abarcando más de una fase expansiva del ciclo económico, como se ha medido tradicionalmente.

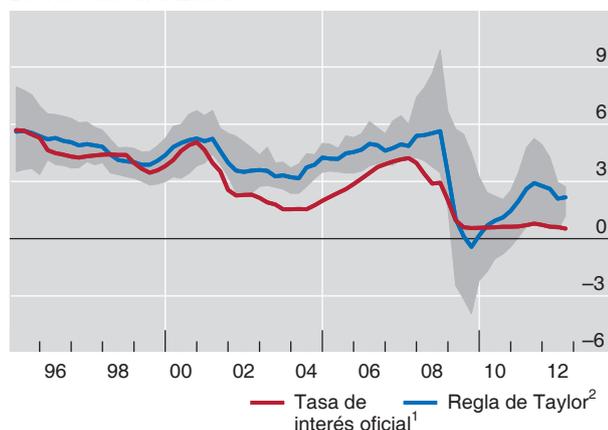
Esta interpretación retrospectiva de los últimos 10 o 15 años concuerda con la evidencia a partir de una regla de Taylor simple que relaciona funcionalmente las tasas oficiales con la inflación y la brecha del producto. Las estimaciones sugieren que la política monetaria en las economías avanzadas ha sido sistemáticamente demasiado acomodaticia durante la mayor parte del periodo iniciado a principios de la década del 2000 (Gráfico VI.6, panel izquierdo). Es cierto que existe un grado considerable de incertidumbre sobre algunos de los datos utilizados para calcular esta referencia simple, entre ellos el nivel de la tasa de interés de equilibrio de largo plazo. Aun así, la referencia ignora la influencia de las orientaciones

## La regla de Taylor y las tasas de interés oficiales

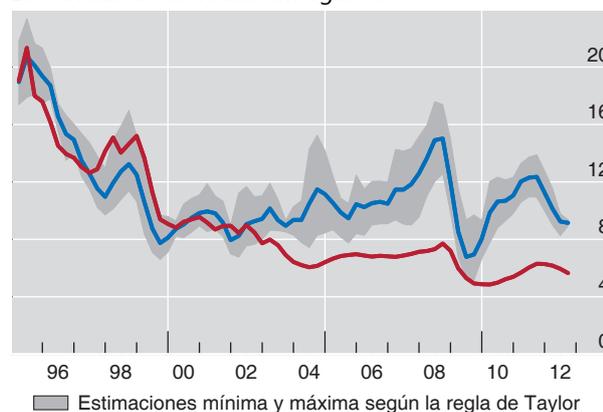
En porcentaje

Gráfico VI.6

Economías avanzadas



Economías de mercado emergentes



<sup>1</sup> Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. Economías avanzadas: Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, Reino Unido, Suecia, Suiza y zona del euro. Economías de mercado emergentes: Argentina, Brasil, China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Taipei Chino. <sup>2</sup> 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.

<sup>4</sup> Véase H. Hannoun, «Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy», discurso pronunciado en la 47ª Conferencia de Gobernadores del SEACEN, Seúl, Corea, 13-14 de febrero de 2012.

prospectivas o de las políticas de balance, lo que en la coyuntura actual resultaría en una política considerablemente más acomodaticia. Además, esta evaluación se ve respaldada por los indicios de rápido incremento del crédito y de los precios inmobiliarios en varias economías menos afectadas por la crisis, según señalan los informes de los propios bancos centrales sobre coyuntura macroeconómica y queda confirmado por la activación de medidas macroprudenciales.

Esta evolución desigual entre países trae a primer plano otro aspecto importante de los marcos de política: la necesidad de analizar mejor las repercusiones mundiales de la política monetaria en un mundo cada vez más globalizado, cuya importancia se ha puesto de relieve en la reciente crisis. Las condiciones monetarias acomodaticias contribuyeron a fomentar las vulnerabilidades a nivel mundial. Las tasas de interés oficiales inusualmente bajas en las principales economías avanzadas se transmitieron al resto del mundo, en parte por la resistencia de las economías de mercado emergentes a la apreciación de sus monedas y por las presiones sobre los flujos de capital. El Gráfico VI.6 (panel derecho) muestra que muchas economías de mercado emergentes mantuvieron tasas de interés por debajo de lo que habría aconsejado su propia situación macroeconómica (es decir, según se deduciría de una regla de Taylor simple). Estas economías también intervinieron con fuerza en los mercados de divisas. En conjunto, la respuesta de las autoridades amplificó el auge del crédito y de los precios de los activos antes de la crisis.

La reciente acumulación de desequilibrios financieros en una serie de economías de mercado emergentes y economías avanzadas pequeñas indica que este mecanismo puede volver a estar actuando. Esto no implica necesariamente que los bancos centrales necesiten coordinar sus políticas más estrechamente que en el pasado, sino más bien que, como mínimo, les convendría conceder más importancia a los efectos secundarios y de retroalimentación mundiales que se derivan de sus respectivas decisiones de política monetaria. Esto redundaría en beneficio propio de cada banco central, en especial si los efectos secundarios de sus decisiones pudieran llegar a alentar inestabilidades financieras que desembocasen en crisis, con repercusiones mundiales considerables que retornasen a los países de partida.

## Resumen

Los bancos centrales han ido sobrecargándose cada vez más, ya que se ha confiado durante años en ellos para estimular la economía a través de políticas monetarias muy expansivas. En la coyuntura actual existe creciente inquietud por la eficacia de estas políticas y sus efectos secundarios negativos. La expansión monetaria solo puede ser igual de eficaz que las políticas de balance, fiscales y estructurales que la acompañen.

La inevitable reversión de las políticas actuales presenta también desafíos de primer orden, algunos puramente técnicos y otros más bien de índole político-económica. Las herramientas para gestionar las estrategias de salida ya existen y se han puesto parcialmente a prueba, pero los bancos centrales tienen muy presente que la dimensión y el alcance del inevitable repliegue futuro no tienen precedentes. Esto magnifica las incertidumbres que comporta la salida y el riesgo de que esta no esté exenta de contratiempos.

Además, cuanto más se prolongue el actual sesgo acomodaticio de estas políticas, mayores serán los retos que plantee su corrección. Esto sitúa a los bancos centrales en una posición muy incómoda y resalta la necesidad de abordar sin dilación los problemas subyacentes de balance y estructurales de sus economías.

La crisis también ha reforzado la idea de que la estabilidad de precios por sí sola no es suficiente. Dicho esto, los esfuerzos por integrar en los marcos de política monetaria consideraciones de estabilidad financiera aún están en curso y plantean desafíos. Al mismo tiempo, en un mundo más globalizado, los bancos centrales tendrán que tener cada vez más en cuenta las repercusiones de sus políticas a nivel mundial.

