

Resumen

Los bancos centrales han jugado un papel fundamental durante la crisis, especialmente en los momentos de mayor alteración de los mercados. Sin embargo, al estabilizarse la situación económica y financiera mundial, el balance de riesgos ha cambiado. La prolongación excesiva de una política monetaria muy acomodaticia en una recesión de balances eleva el riesgo de retrasar la solución de los desequilibrios económicos y financieros anteriores y de crear otros nuevos con efectos debilitadores. Se plantean también riesgos y retos a más largo plazo para los marcos de política de los bancos centrales. Una lección que podemos extraer de la crisis es que la política monetaria debe emplearse con más determinación a la hora de contrarrestar los auges financieros y debe relajarse con menos persistencia durante la fase de recuperación, cuando debe dar paso a las medidas de saneamiento y reforma.

Palabras clave: política monetaria, balance de riesgos, crisis financiera internacional, bancos centrales, perspectiva global.

Abstract

Central banks played a crucial role during the crisis, especially at times of acute financial market dysfunction. However, the balance of risks has shifted as the global economic and financial conditions stabilised. Relying too heavily and too long on very accommodative monetary policy in a balance sheet recession shifts the risks toward perpetuating existing financial and economic imbalances and creating new debilitating ones. It also raises longer-term risks and challenges for central bank policy frameworks. One lesson from the crisis is that monetary policy needs to be more pro-active in leaning against financial booms and less persistently accommodative during the recovery, letting repair and reform measures take the driver's seat.

Key words: monetary policy, balance of risks, international financial crisis, central banks, global perspective.

JEL classification: E52, E58, F01.

LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA CRISIS: BALANCE DE RIESGOS

Jaime CARUANA

Andrew FILARDO

Boris HOFMANN

Banco de Pagos Internacionales

I. INTRODUCCIÓN

LOS bancos centrales han jugado un papel determinante durante la crisis. Uno de sus principales logros ha sido calmar los mercados durante los episodios de pánico financiero mediante cuantiosas inyecciones de liquidez en los mercados. Quizá lo más importante haya sido su claro mensaje de disposición a hacer cuanto hiciera falta para promover una intermediación financiera ordenada en los momentos más álgidos de la crisis. Sin embargo, a pesar de las medidas excepcionales de política monetaria y fiscal, el crecimiento ha sido un tanto decepcionante y desigual. No se ha logrado evitar que la economía mundial y en particular algunos países sufran una debilidad crónica y que las fragilidades persistan. En concreto, las regiones situadas en el epicentro de la crisis —Estados Unidos y Europa— han registrado en los últimos años un crecimiento débil con niveles de desempleo persistente, en un contexto de elevados niveles de deuda.

Sin duda, los factores derivados de la crisis han frenado el proceso de recuperación mundial. Sin embargo, los problemas no han sido únicamente un legado de la crisis, también han contribuido deficiencias estructurales, diferentes según economías, que existían previamente. La fase de auge económico-financiero anterior a la crisis encu-

bió los efectos de estas deficiencias, ya fueran restricciones en el mercado laboral, posiciones fiscales insostenibles, sistemas reguladores deficientes, etc. Ello favoreció que no se les prestase suficiente atención y se perdiese la oportunidad para aplicar las reformas estructurales necesarias. La gravedad de los retos anteriores no resueltos y de aquellos consecuencia de la crisis varía entre economías en función de las condiciones de partida, de su flexibilidad y capacidad de adaptación, del impacto de la crisis y de las medidas de saneamiento y reforma adoptadas hasta ahora.

¿Qué deberían hacer los bancos centrales en este contexto? Las opiniones en este debate son diversas. Para algunos, sigue siendo necesaria una política monetaria acomodaticia a tenor de la debilidad de la economía mundial. En este sentido, argumentan el riesgo de frenar la incipiente recuperación, el estancamiento secular que reduce el tipo de interés de equilibrio, la histéresis del desempleo y la deflación de la deuda. Su prioridad en política económica es la estimulación de la demanda mediante políticas monetarias y fiscales. Las políticas fiscales no son objeto de este artículo, baste decir que en muchas economías todavía no han ganado la necesaria sostenibilidad.

Para otros, no todas las crisis son iguales ni requieren el mismo tratamiento. Nos enfrentamos a una crisis en la que el deterioro

de los balances de familias, empresas y gobiernos es muy fuerte, y si no se sanean, las políticas de estímulo son menos eficaces. Tras una recesión de balances se imponen reformas estructurales y saneamiento de balances para fomentar una recuperación más fuerte y sostenible. La prioridad está en eliminar los impedimentos que dificultan el crecimiento y restan eficacia a los estímulos.

Toda crisis requiere un cierto grado de acomodación en la política monetaria, pero si es extraordinario y persistente puede desvirtuar los incentivos de los agentes económicos y autoridades para adoptar las medidas necesarias de saneamiento y reforma. A su vez, la eficacia de la política monetaria pasa por adoptar dichas medidas. A fin de cuentas, la acomodación monetaria solo puede ser tan eficaz como lo sean las políticas de saneamiento de balances privados y públicos y las reformas estructurales que las acompañan.

En conjunto, esta postura sugiere que una prolongada política monetaria acomodaticia conlleva cada vez más riesgos, en especial el retraso de ajustes y reformas estructurales, burbujas del crédito y del precio de los activos, repercusiones de la política monetaria a escala internacional, e incluso repuntes de inflación y la asignación ineficiente de recursos reales a través del canal de asunción de riesgos de la política monetaria. Eventualmente, estos riesgos superan las ventajas derivadas de los estímulos monetarios a corto plazo que son más inciertos en este tipo de crisis de balances.

Al mismo tiempo, existe una dimensión a más largo plazo de los desafíos que esta crisis plantea a los bancos centrales. La crisis ha generado nuevos tipos de

retos y riesgos, más sutiles, para la actuación e independencia de los bancos centrales, quienes además ahora deben tomar buena nota de las lecciones extraídas de la crisis financiera para sus marcos de política monetaria. Una primera lección para los bancos centrales es que deben mostrarse más resueltos a la hora de contrarrestar los auges financieros y deben seguir estando dispuestos a utilizar toda su capacidad de prestamista de última instancia en caso de grave alteración de los mercados financieros. Ahora bien, en las fases posteriores de una recesión de balances, la solución debe basarse menos en la política monetaria y más en reparar balances y realizar reformas que permitan corregir los problemas de asignación de recursos generados en el periodo de auge financiero. Otro reto para los bancos centrales es incorporar en sus propios marcos de política las repercusiones que sus políticas monetarias tienen en el resto del mundo. Por último, los bancos centrales han de seguir mejorando el diseño de sus estrategias de comunicación.

El resto del presente artículo analiza estos aspectos del balance de riesgos de la política monetaria después de la crisis. La sección II repasa el papel tan crucial que desempeñaron los bancos centrales para sortear la crisis financiera internacional. En la sección III se analiza el balance de riesgos de la política monetaria en una recesión de balances. La sección IV presenta los riesgos y retos a más largo plazo que afrontan los bancos centrales después de la crisis. Las conclusiones se presentan en la sección V.

II. LAS MEDIDAS ADOPTADAS Y SUS LOGROS

Desde 2007, la economía mundial se ha visto afectada por

una serie de importantes impactos financieros adversos según ha ido avanzando la crisis financiera internacional.

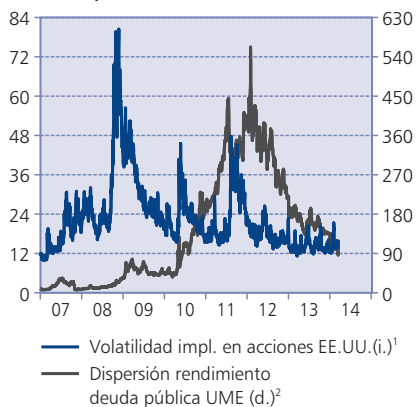
El punto álgido se alcanzó en septiembre de 2008, cuando Lehman Brothers quebró, y lo que muchos confiaban que fuera simplemente un año de turbulencias de mercado controlables se convirtió en una crisis financiera mundial en toda regla. Los mercados financieros se paralizaron al dispararse la incertidumbre entre los inversores y su aversión al riesgo, como refleja por ejemplo el marcado incremento del índice VIX de volatilidad implícita en los mercados bursátiles (gráfico 1, panel izquierdo).

En 2010, la crisis de la deuda pública en la zona del euro asió otro duro golpe a la economía mundial. El detonante de esta fase fue la creciente preocupación por la sostenibilidad de las posiciones fiscales y la solvencia de los sectores bancarios en algunos países de la zona del euro, lo cual indujo la paralización de los mercados de deuda de algunos gobiernos de la zona y una anormal dispersión de los rendimientos de la deuda pública y las condiciones de financiación entre países (gráfico 1, panel izquierdo). En concreto, la incertidumbre y la fragilidad financieras crecieron en toda la zona del euro al empezar los mercados a percibir la posibilidad de abandono del euro de uno o más países.

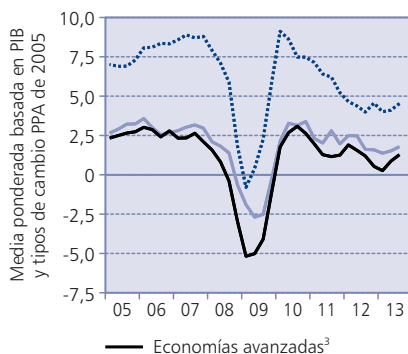
Esta nueva fase impactó en la economía real (gráfico 1). El crecimiento real del producto, que había comenzado a desacelerarse en la segunda mitad de 2007, se contrajo con fuerza en las economías avanzadas en 2008-2009 al intensificarse la crisis y se redujo de manera significativa en las economías de mercado emergen-

GRÁFICO 1
VOLATILIDAD FINANCIERA, PRODUCTO E INFLACIÓN

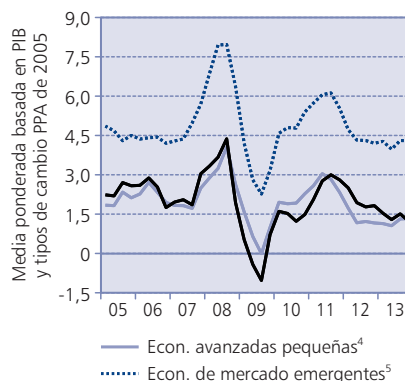
A) Índice VIX y dispersión rendimientos deuda pública zona del euro



B) Crecimiento PIB real (interanual, %)



C) Inflación (interanual, %)



Notas:

- (1) Índice S&P 100 VIX, en porcentaje.
 - (2) En puntos básicos. Desviación estándar de diferenciales de rendimiento de deuda pública a 10 años frente al bono alemán para Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.
 - (3) Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido.
 - (4) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.
 - (5) Arabia Saudí (ausente en escala izquierda), Argentina, Brasil, Chile, China, Taipéi chino, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India (índice de precios al por mayor, WPI, en escala derecha), Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.
- Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales a partir de cálculos del BPI.

tes. Las tasas de inflación también cayeron, en gran medida por el desplome de los precios de las materias primas ante la menor demanda mundial de estos recursos. Mientras que la zona del euro entraba en recesión, la economía mundial se desaceleraba, pero seguía creciendo.

Ante las dificultades económicas procedentes de los diferentes focos de tensión, los bancos centrales de todo el mundo reaccionaron recortando sus tipos de interés y manteniéndolos bajos, al tiempo que ampliaban sus balances (gráfico 2). Además, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han intentado mejorar la eficacia de sus políticas con estrategias de comunicación orientativas (*forward guidance*), señalando su intención de prolongar los actuales ni-

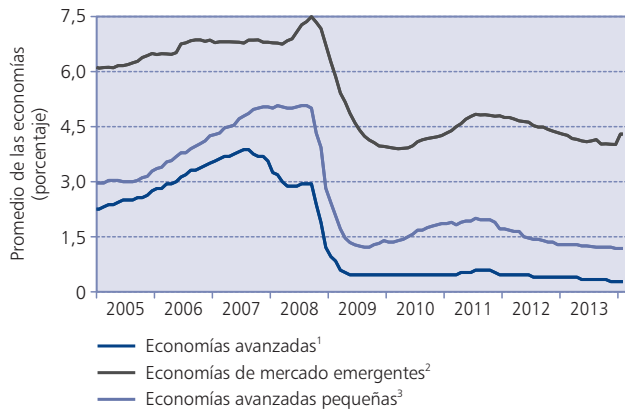
veles bajos durante un tiempo considerable (1).

La expansión de los balances en la fase inicial de la crisis estuvo motivada en gran medida por la necesidad de los bancos centrales de actuar como prestamistas de última instancia con el fin de contrarrestar la parálisis de los mercados. Entre otras medidas, inyectaron abundante liquidez en moneda local, utilizaron *swaps* para proveer de moneda extranjera a las instituciones locales e intervinieron en los mercados de renta fija. Más tarde, se centraron en proporcionar nuevos estímulos monetarios y en mejorar la transmisión monetaria con los tipos de interés en niveles mínimos. Por ejemplo, la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra lanzaron programas a gran escala de compra

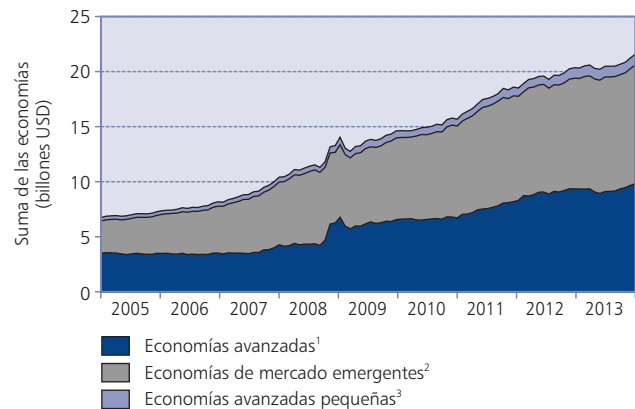
de deuda pública y privada a largo plazo. El BCE, por su parte, intentó mejorar el proceso de transmisión monetaria en la zona del euro mediante nuevas operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y programas de compra de activos dirigidos a los segmentos menos líquidos de los mercados de deuda pública y privada. A raíz de estas operaciones de balance, los bancos centrales de las principales economías avanzadas ampliaron sus balances hasta alcanzar proporciones sin precedentes, llegando a duplicarse entre 2007 y finales de 2013, hasta alcanzar en conjunto los 10 billones de dólares (gráfico 2, panel derecho). Asimismo, el vencimiento de los activos de los bancos centrales se alargó considerablemente. En el resto de economías, los balances de los bancos centrales crecieron

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y ACTIVOS DE BANCOS CENTRALES

A) Tipos de interés oficiales



B) Activos totales de bancos centrales



Notas:

(1) Estados Unidos, zona del euro, Japón, Reino Unido.

(2) Suma de Arabia Saudí, 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.

(3) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: FMI, EFI; Bloomberg; Datastream; datos nacionales.

durante la crisis principalmente por la acumulación de reservas de divisas mediante operaciones para contrarrestar las presiones de apreciación sobre algunas monedas, procedentes en gran medida de la búsqueda de rendimiento de los inversores en un entorno de tipos de interés persistentemente bajos.

En resumen, los bancos centrales respondieron a la crisis con operaciones sin precedentes como prestamistas de última instancia y con políticas monetarias muy acomodaticias. Estas medidas se vieron acompañadas y reforzadas por las actuaciones de los gobiernos, mediante paquetes de rescate a instituciones financieras en peligro y medidas de estímulo fiscal a gran escala. Echando la vista atrás, la agilidad y determinación de ambas respuestas fueron fundamentales para contener las diferentes etapas agudas de la crisis financiera.

Asimismo, las medidas adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis de la deuda soberana dieron resultado. Concretamente, el llamado «riesgo de redenominación» y la dispersión de los rendimientos en la zona del euro remitieron considerablemente a finales del verano de 2012, cuando el BCE anunció sus Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) y mostró su determinación a actuar cuando fuera necesario.

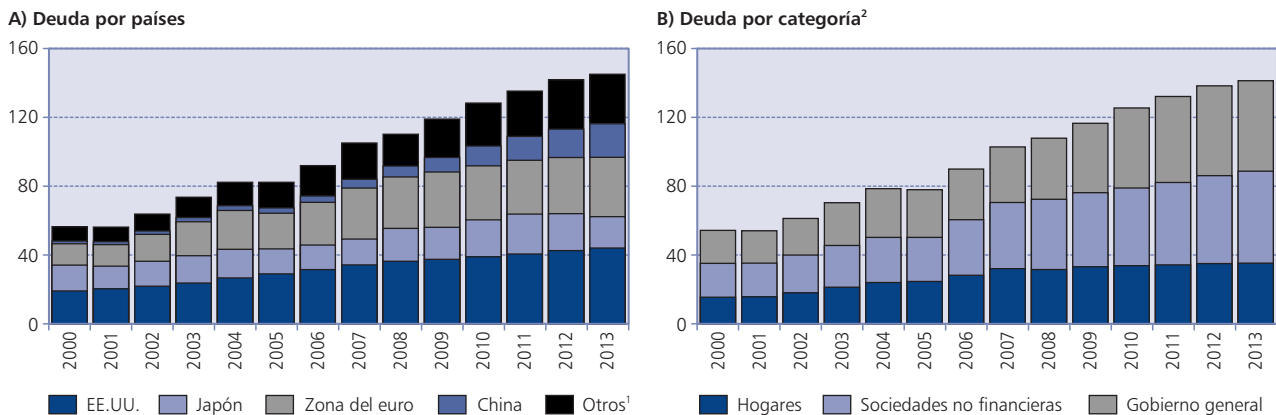
III. EL BALANCE DE RIESGOS EN UNA RECESIÓN DE BALANCES

Si bien los bancos centrales han desempeñado un papel crucial a lo largo de las distintas fases de la crisis, seis años después se enfrentan a un complejo panorama macrofinanciero. Aunque de forma diferenciada, en las principales economías avanzadas la debilidad económica sigue

siendo elevada y persisten fragilidades financieras.

Se continúa arrastrando el legado de la crisis, en forma de un elevado endeudamiento privado y público, como resultado de los auges financieros crediticios previos a la crisis y de la respuesta de los gobiernos a la crisis, que ha llevado a un rápido aumento de la deuda pública. Algunas economías de mercado emergentes y economías avanzadas, no expuestas inicialmente a la crisis, han venido experimentando auges financieros que recuerdan a los registrados en las principales economías avanzadas antes de la crisis. En total, el endeudamiento agregado global ha seguido aumentando. Desde 2007, el total de la deuda mundial (gráfico 3) ha aumentado en casi 40 billones de dólares, hasta superar los 140 billones de dólares (aproximadamente el 250 por 100 del PIB).

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA MUNDIAL (DEUDA TOTAL, EN BILLONES USD)



Notas:

(1) Suma de la deuda total de Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Corea, India, Indonesia, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

(2) Total de economías enumeradas en el panel izquierdo.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; OCDE; datos nacionales.

Al mismo tiempo, no se han cumplido las expectativas para conseguir una recuperación sólida y autosostenible, en particular en las principales economías avanzadas. La actividad económica se ha mantenido, con notables diferencias, por debajo de su trayectoria precrisis en Estados Unidos, la zona del euro y Reino Unido (gráfico 4). Asimismo, el crecimiento tendencial del PIB se ha aplanado, en particular en la zona del euro y Reino Unido, y las tasas de desempleo se han mantenido persistentemente elevadas, sobre todo en comparación con recuperaciones cíclicas anteriores.

Esto plantea la cuestión sobre el equilibrio de riesgos que afrontan los bancos centrales en esta fase de la recuperación, cuando no se enfrentan al colapso de los mercados, sino a la debilidad crónica del crecimiento. En este debate se suelen plantear dos riesgos opuestos: abandonar prematuramente la acomodación monetaria y mantener una orien-

tación acomodaticia durante demasiado tiempo.

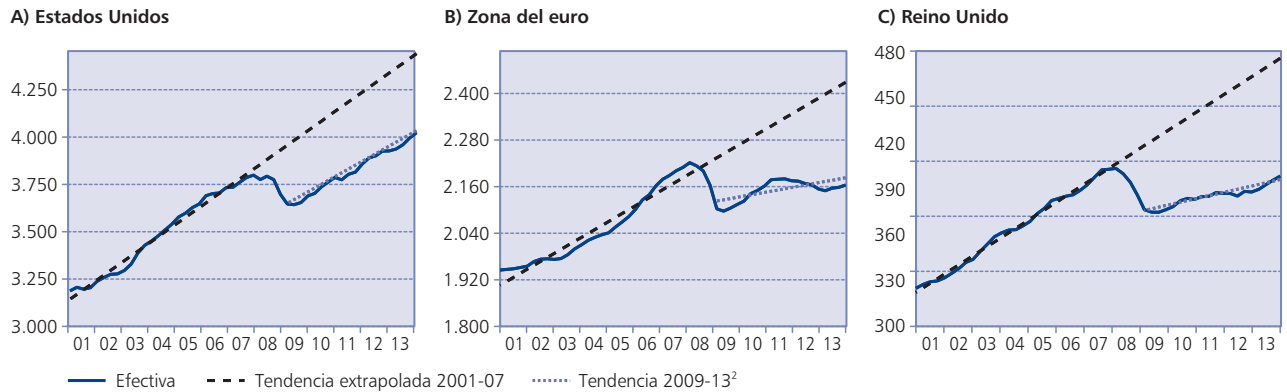
¿Por qué entrañaría riesgo la excesiva prolongación de una política monetaria muy acomodaticia si la economía se ha frenado en niveles inferiores a los anteriores a la crisis y las tasas de desempleo permanecen elevadas? Parte de la respuesta radica en reconocer que muchas economías atraviesan una recesión de balances posterior a una crisis financiera. Una situación muy diferente a las tradicionales recesiones cíclicas de posguerra (2).

En una recesión de balances, la tendencia previa a la crisis sobrestima la senda sostenible de crecimiento. El auge financiero que derivó en la reciente crisis impulsó la economía real por una senda insostenible. Simultáneamente, el auge financiero enmascaró deficiencias estructurales y de asignación ineficiente de recursos, que solo se hicieron evidentes en los desplomes poste-

riores. El débil crecimiento después de una crisis financiera no se debe únicamente, ni siquiera principalmente, a una escasez de la demanda, aunque esta exista. Los auges financieros suelen dejar un legado de exceso de deuda, pero también de capital y de mano de obra en sectores equivocados. Por lo tanto, para regresar a la senda de crecimiento sostenido, los países deben acometer un proceso de desapalancamiento y reasignar el capital y la mano de obra a otros sectores, tanto a escala nacional como internacional.

Por ello, la capacidad de la política monetaria para promover una recuperación rápida y robusta en una recesión de balances es menor de lo que se piensa, ya que el deterioro de los balances mina la eficacia de la política monetaria. Cuando el problema es un exceso de deuda y los agentes optan por reducir el gasto, no es realista confiar en que la política monetaria reavive el crecien-

GRÁFICO 4
TRAYECTORIAS DEL PIB REAL¹
(DATOS TRIMESTRALES, EN MILES DE MILLONES DE UNIDADES DE LAS RESPECTIVAS MONEDAS)



Notas:

- (1) Datos desestacionalizados, en escala logarítmica.
 (2) Tendencia exponencial.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

to a través de tipos de interés bajos. Cuando las instituciones financieras atraviesan dificultades, resulta igualmente irrealista confiar en que puedan transmitir los impulsos monetarios a través del crédito. De hecho, existe evidencia empírica que pone en duda los beneficios de una acomodación monetaria prolongada después de una crisis de esta naturaleza.

Todo ello sugiere que para impulsar la economía y dejar atrás la recesión de balances la prioridad debe ser facilitar un saneamiento de balances rápido y eficaz, junto a la adopción de reformas estructurales. De hecho, se ha constatado que la relación entre el grado de acomodación monetaria durante las recesiones y la solidez de la recuperación es más débil, prácticamente inexistente, cuando la recesión está asociada a una crisis financiera (gráfico 5, panel izquierdo) (3).

En este tipo de situaciones, la acomodación monetaria puede

ayudar a ganar tiempo para acometer el necesario saneamiento de balances y reformas estructurales, pero no puede considerarse como sustituto de dichas medidas. Si el tiempo ganado no se utiliza para sanear y resolver los problemas estructurales, la prolongada acomodación de la política monetaria puede resultar contraproducente al provocar una serie de efectos secundarios.

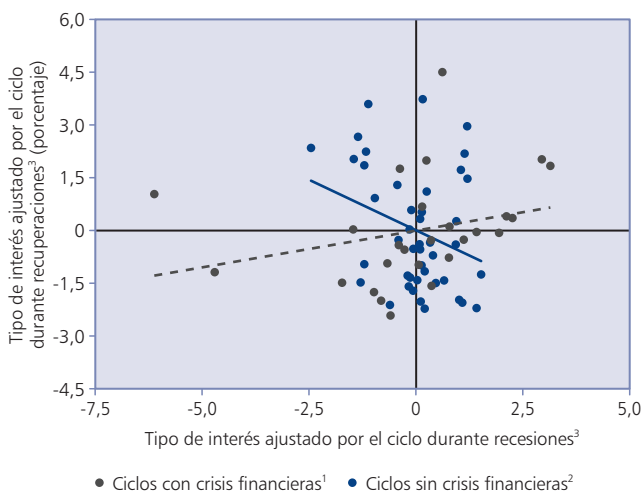
En primer lugar, una prolongada acomodación monetaria genera incentivos que tienden a facilitar el retraso de las necesarias medidas de saneamiento y reforma. Prueba de ello puede encontrarse en el lento avance para acometer reformas estructurales y reducir el nivel de apalancamiento tras la crisis, aunque, de nuevo, existen diferencias sustanciales entre países. Las elevadas tasas de desempleo que persisten en muchas economías avanzadas sugieren que aún existen importantes dificultades para alcanzar un reequilibrio sectorial

en la asignación de recursos y que, en algunos casos, existían rigideces sin resolver previas a la crisis. Al mismo tiempo, tal y como se ha indicado anteriormente, la deuda total del sector no financiero mundial sigue aumentando, lo que implica que el desapalancamiento aún no ha terminado en muchos sectores y economías afectadas por la crisis, mientras otras economías han incrementado su apalancamiento de manera significativa.

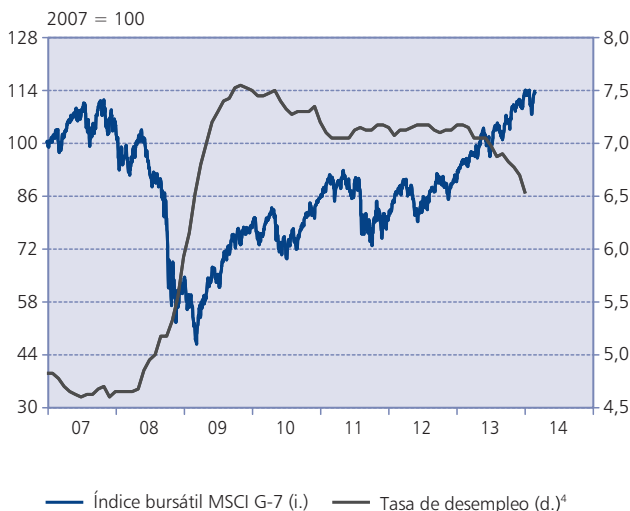
En segundo lugar, una prolongada acomodación monetaria agudiza los riesgos para los precios y la estabilidad financiera. En los años setenta, por ejemplo, el esfuerzo por devolver el producto y el empleo a sus niveles anteriores a la crisis dispararon la inflación. Podría argumentarse que la situación actual es distinta, ya que la inflación se ha mantenido baja en la mayoría de los casos y en niveles cercanos a los objetivos de los bancos centrales. Sin embargo, en esta ocasión, una polí-

GRÁFICO 5
LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS CRISIS FINANCIERAS

A) Ciclos del PIB con y sin crisis financiera



B) Precios de acciones y desempleo en economías avanzadas



Notas:

- (1) La línea discontinua de la regresión indica que no existe ninguna relación estadísticamente significativa.
 - (2) La línea continua de la regresión indica que existe una relación estadísticamente significativa.
 - (3) Ajustado por la profundidad de la recesión precedente y por el tipo de interés en el máximo cíclico. Véanse más detalles en Bech et al. (2012).
 - (4) Media simple de Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido; las definiciones pueden variar.
- Fuentes: Bech et al. (2012); Datastream.

tica monetaria excesivamente acomodaticia puede tener efectos adversos a través de canales diferentes, concretamente los precios de los activos y el apalancamiento, en vez de la inflación de precios de los bienes y servicios. Esto fue lo que ocurrió en el periodo previo a la crisis y puede estar sucediendo lo mismo en la actualidad. Mientras que las tasas de desempleo se han mantenido en niveles elevados en las principales economías avanzadas pese a la prolongada y agresiva relajación monetaria, los mercados bursátiles se han recuperado, llegando a alcanzar máximos históricos (gráfico 5, panel derecho). Esto sugiere que la acomodación monetaria, al tratar de reducir el desempleo hasta sus niveles precrisis, puede haber espoleado las bolsas y otros segmentos de los mercados financieros, distorsio-

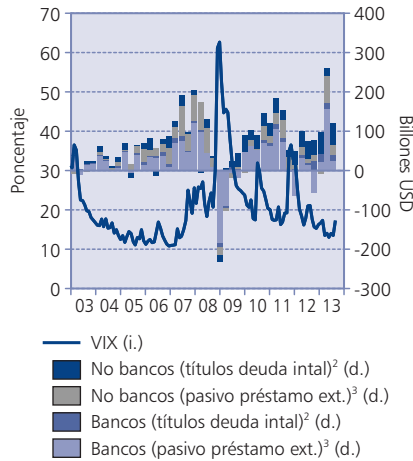
nando con ello las señales del mercado y creando potencialmente nuevas ineficiencias en las asignaciones de recursos y nuevas vulnerabilidades financieras (4).

El tercer efecto secundario importante surge de las repercusiones de la política monetaria a escala mundial (5). La persistencia de tipos de interés bajos en las principales economías avanzadas favorece los flujos de capitales hacia las economías emergentes (EME) de rápido crecimiento, presionando al alza sus tipos de cambio. Cuando esta influencia es suficientemente fuerte, puede complicar la capacidad de los bancos centrales de estas economías para conseguir sus objetivos de estabilización. Por un lado, si los bancos centrales de las EME mantienen

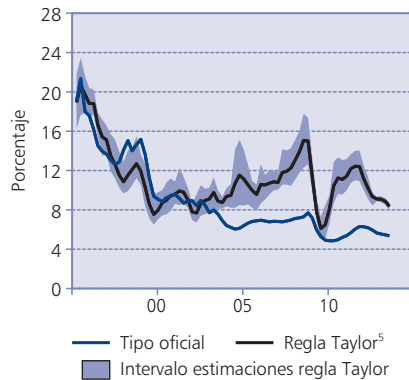
muy bajos sus tipos de interés oficiales, podrían desalentar las entradas de capitales, pero animarían el crecimiento del crédito local. Por otro lado, si suben sus tipos oficiales, aumentaría el riesgo de desestabilizar aún más los flujos de capitales. Ambos factores se han dejado sentir. Las EME han recibido cuantiosos flujos crediticios tras la crisis (gráfico 6, panel izquierdo), al tiempo que sus tipos de interés oficiales se han situado en niveles bajos en base a referencias habituales como la regla de Taylor (gráfico 6, panel central); lo mismo cabe decir en el caso de las economías avanzadas pequeñas (gráfico 6, panel derecho). Esta relación es especialmente relevante cuando son los tipos de interés de Estados Unidos los que se mantienen bajos, ya que estudios indican que son una va-

**GRÁFICO 6
FLUJOS DE CRÉDITO Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES**

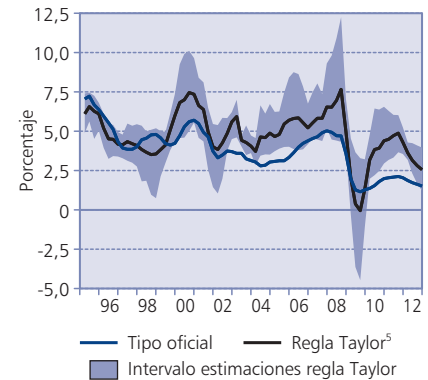
A) Flujos de crédito hacia EME¹



B) Orientación de la política monetaria: EME⁴



C) Orientación economías avanzadas pequeñas⁶



Notas:

- (1) Incluye Estonia, Eslovaquia y Eslovenia; excluye Hong Kong RAE, Macao RAE y Singapur. «Bancos» incluye entidades bancarias públicas y privadas; otras instituciones financieras se incluyen en la categoría «Entidades no bancarias».
 - (2) Emisión neta de títulos de deuda internacional, todos los emisores, todos los vencimientos, por país de residencia del emisor.
 - (3) Préstamos externos de bancos declarantes al BPI frente a cada economía, variaciones estimadas ajustadas por el tipo de cambio.
 - (4) Argentina, Brasil, China, Taipéi chino, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica y Tailandia; medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005.
 - (5) El gráfico muestra el intervalo de la tasa de Taylor y su nivel medio para todas las combinaciones de la brecha inflación-producto. Véase un análisis adicional en Hofmann y Bogdanova (2012).
 - (6) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.
- Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales y Perspectivas de la Economía Mundial*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia; estadísticas del BPI sobre valores por país de residencia; cálculos del BPI.

riable importante en las reglas para estimar los tipos de interés de las economías de mercado emergentes, así como de otras economías avanzadas (6).

Estas repercusiones posiblemente hayan contribuido a la acumulación de desequilibrios financieros en las EME. Algunas de ellas han experimentado un rápido aumento de los precios de la vivienda y del crédito (gráfico 7), a raíz también del impacto acumulado de la política monetaria acomodaticia tanto en sus propios países como a nivel mundial. Las ratios de crédito sobre PIB han crecido en las EME aproximadamente 30 puntos porcentuales en la última década, si bien

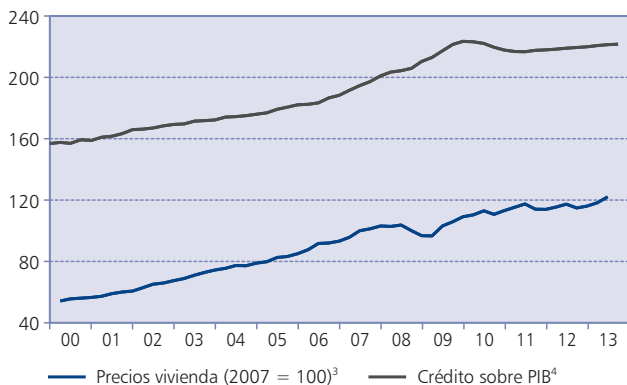
partiendo de niveles más bajos, y también lo han hecho en las economías avanzadas inicialmente menos expuestas a la crisis (superando el 200 por 100 a finales de 2013) al igual que el precio de la vivienda (7).

Como hemos visto, existen riesgos significativos asociados a un retraso excesivo en la normalización de las políticas monetarias en todo el mundo, sin embargo, también hay argumentos que ponen en duda la conveniencia de abandonar pronto la orientación extraordinariamente acomodaticia de la política monetaria. De nuevo, las diferencias en la situación de los distintos países son notables.

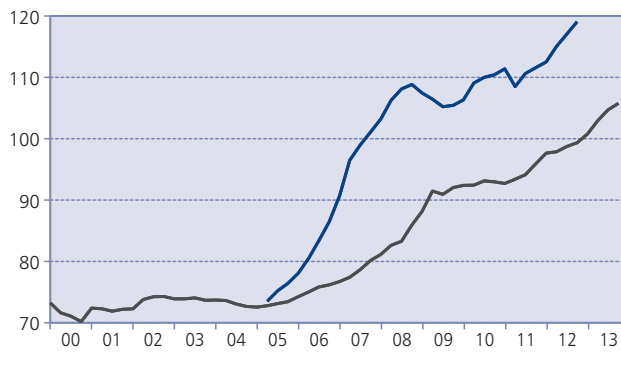
Un primer argumento es el temor a que el desempleo de larga duración pueda provocar fenómenos de histéresis, esto es, que el desempleo pueda convertirse en estructural por la depreciación del capital humano. Los trabajadores irían perdiendo capacidad de encontrar empleo mientras están desempleados, de manera que cuanto más tiempo pasan sin trabajar, más probable es que se prolongue su periodo de desempleo (Blanchard y Summers, 1986). El argumento de la histéresis advierte del riesgo de endurecer prematuramente la política monetaria, ya que podría frenar una incipiente recuperación y generación de empleo.

GRÁFICO 7
PRECIO DE LA VIVIENDA Y DINÁMICA DEL CRÉDITO

A) Economías avanzadas pequeñas¹



B) Mercados emergentes²



Notas:

(1) Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza.

(2) Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía; para los precios de la vivienda, muestra más pequeña.

(3) Índices de precios de inmuebles con fines residenciales, las definiciones pueden variar entre países.

(4) Crédito total al sector privado no financiero en porcentaje del PIB, media simple de los países de la muestra.

Fuentes: Datos nacionales; cálculos del BPI.

Asimismo, algunos economistas han aducido que la debilidad de la economía tiene su origen en tendencias al estancamiento que se han prolongado durante décadas (8), es la llamada «hipótesis del estancamiento secular». Según esta teoría, factores tecnológicos han ido minando el crecimiento económico durante décadas y lo seguirán haciendo durante algunas más. Además, según esta hipótesis, la acumulación de reservas a gran escala en algunas regiones y la creciente desigualdad de riqueza y de ingresos en otras han propiciado un exceso estructural de ahorro con respecto a la inversión a escala mundial. Como consecuencia, el tipo de interés natural podría ser bajo, o incluso negativo, durante mucho tiempo, lo que implicaría que la política monetaria tendría que generar tipos de interés negativos para poder estimular la economía y evitar una espiral bajista de la inflación.

Por tanto, ambas teorías cuestionarían la necesidad de una normalización inminente de los tipos oficiales. La teoría de la histéresis del mercado de trabajo alegraría el aumento de los riesgos bajistas para la actividad económica asociados a un endurecimiento prematuro. La hipótesis del estancamiento secular también se opondría al endurecimiento de la política monetaria, no tanto por el posible freno a la recuperación, sino porque la tasa natural ya ha caído de forma duradera y exige unos tipos oficiales bajos durante un tiempo.

Pese al posible atractivo de estas dos opiniones, pueden alegarse diversos argumentos contrarios, particularmente en lo que se refiere a las medidas a tomar. El argumento de que una política monetaria laxa pueda evitar el riesgo de histéresis en el mercado de trabajo es cuestionable. No parece que la política monetaria

sea la más apropiada para resolver problemas estructurales. Como ya hemos mencionado, en los años setenta, por ejemplo, los bancos centrales trataron de reducir las tasas de desempleo persistentemente elevadas mediante la bajada de sus tipos de interés, pero fue en balde. Los elevados niveles de desempleo en ese momento resultaron tener raíces estructurales, de manera que la política monetaria acomodaticia solo sirvió para dar paso a lo que hoy se conoce como la «Gran Inflación». De hecho, tal y como hemos expuesto antes, existen razones para sospechar que las elevadas tasas de desempleo actuales, al menos en parte, también son de origen estructural: deficiencias no resueltas anteriores a la crisis y mala asignación de recursos asociada al periodo de auge financiero. Así pues, las políticas monetarias acomodaticias podrían resultar de nuevo la herramienta equivocada para

abordar los riesgos de una histéresis del desempleo. También es importante recordar que como consecuencia de una política monetaria laxa pueden surgir otros tipos de histéresis. En particular, una asignación de recursos ineficiente en entornos con tipos de interés persistentemente bajos facilita ineficiencias que aumentan con el paso del tiempo y contribuyen a los problemas crónicos.

Con respecto a la hipótesis del estancamiento secular, los tipos de interés naturales bajos o negativos no parecen ser de equilibrio, sino el resultado de la ausencia de medidas estructurales que dinamicen la economía. Tampoco la política monetaria parece ser la más adecuada en este caso, al menos por dos razones: en primer lugar, teniendo en cuenta el límite cero de los tipos de interés nominales oficiales, los intentos por adoptar una política monetaria acomodaticia probablemente no consigan fomentar una expansión significativa, sino más bien dinámicas nocivas de auge y desplome de los precios de los activos y del crédito; en segundo lugar, al propiciar un tipo de interés natural bajo, la política monetaria puede de hecho reforzarlo. Esto se explica por los efectos secundarios de la política monetaria en las recesiones de balances que se han analizado anteriormente. Una política monetaria acomodaticia puede incentivar el retraso de medidas por el lado de la oferta que son necesarias para impulsar el crecimiento y elevar el tipo de interés natural.

Los argumentos en contra de la normalización de los tipos de interés han cobrado protagonismo en el periodo 2012-2014 a medida que la inflación ha descendido (gráfico 1, panel derecho). En las principales eco-

nomías avanzadas, la inflación general se situó de media entre el 1 y el 2 por 100 interanual. También cayó en EME hasta situarse en el 4 por 100, aunque permanece elevada en algunas de ellas, como Brasil, India, Indonesia y Turquía. Esta tendencia bajista de la inflación resultó un tanto sorprendente al producirse en un momento en el que la recuperación parecía ir cobrando fuerza en las principales economías avanzadas y tras cinco años de políticas monetarias excepcionalmente acomodaticias.

Aunque a veces se hace hincapié en los riesgos potenciales de una inflación baja, es necesario matizar estos riesgos. Incluso en las zonas que están experimentando desinflación, las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en niveles cercanos a sus objetivos. Asimismo, estas presiones sobre los precios no tienen por qué reflejar solamente una escasez de demanda, sino que pueden reflejar una evolución favorable por el lado de la oferta. De hecho, durante este periodo, las materias primas se han abaratado y se han reducido las presiones salariales en las economías de mercado emergentes. En términos más generales, la reciente desinflación puede reflejar la continuación de los efectos desinflacionistas de la globalización por el lado de la oferta, que ya habían provocado dinámicas desinflacionistas antes de la crisis.

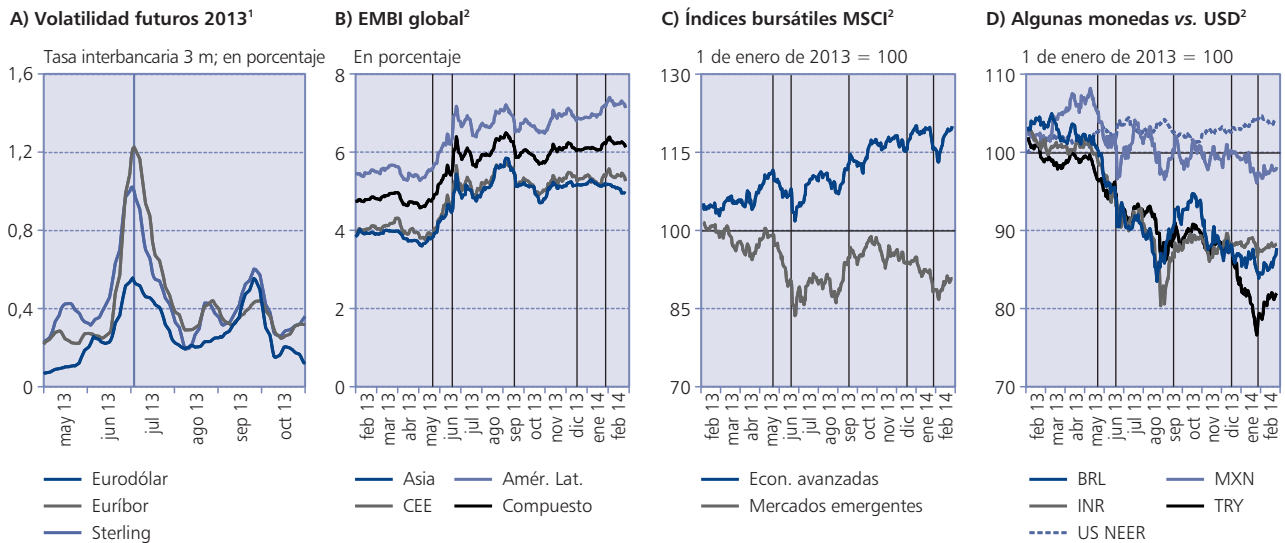
En líneas generales, con el paso del tiempo, el balance de riesgos se está desplazando hacia un aumento de los riesgos asociados a un retraso indebido de la normalización de las políticas monetarias que han imperado en todo el mundo en los últimos años. De hecho, retrasos en la normalización pueden hacer la salida más complicada por el

riesgo de producirse reacciones adversas en el mercado. Valga como ejemplo la reacción de los mercados financieros mundiales en mayo y junio de 2013 ante el anuncio de la Reserva Federal sobre la retirada gradual de sus estímulos a la economía. En ambas ocasiones, los mercados financieros reevaluaron fundamentalmente la senda de los futuros tipos de interés no solo en Estados Unidos, sino en todo el mundo. Por ejemplo, en junio de 2013, el aumento de la volatilidad de los futuros tipos en Estados Unidos se contagió a la zona del euro y a Reino Unido. Tanto el BCE como el Banco de Inglaterra tuvieron que proporcionar orientaciones más explícitas sobre sus futuros tipos de interés para que remitieran los efectos de contagio (gráfico 8, panel izquierdo). A continuación, se produjo una oleada de ventas en los mercados de bonos internacionales, las bolsas cayeron con fuerza y se depreciaron significativamente las monedas de algunos mercados emergentes (gráfico 8). Estas dinámicas de los mercados mundiales se vieron motivadas en parte por la reversión de exposiciones apalancadas y con riesgo, que se tomaron confiando en el mantenimiento prolongado de tipos de interés oficiales muy bajos (Bernanke, 2013a). Cuanto más se retrase indebidamente la salida, más difícil resultará, agravando con ello los desafíos y los riesgos a largo plazo que han surgido a raíz de la crisis.

IV. RIESGOS Y DESAFÍOS A MÁS LARGO PLAZO

La crisis y sus secuelas no solo han conformado el equilibrio de riesgos al que se enfrentan los bancos centrales en el corto plazo, sino que también plantean retos para los futuros marcos de

**GRÁFICO 8
REACCIÓN DE LOS MERCADOS MUNDIALES A LA REDUCCIÓN DE ESTÍMULOS DE LA FED**



Notas:

(1) Futuros a 1 año; desviación estándar de 10 días de la oscilación de los precios diarios; media móvil de 10 días centrada. La línea vertical señala el 4 de julio de 2013, cuando el BCE proporcionó orientaciones sobre sus futuras decisiones sobre tipos de interés y el Banco de Inglaterra comentó sobre la trayectoria de los tipos oficiales que esperaban los mercados.

(2) Las líneas verticales señalan la fecha de la comparecencia del presidente de la Reserva Federal ante el Congreso el 22 de mayo de 2013 y los comunicados emitidos por el FOMC el 19 de junio, 18 de septiembre y 18 de diciembre de 2013 y el 29 de enero de 2014.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

política monetaria. Me gustaría mencionar cinco retos a los que los bancos centrales deberán hacer frente para evitar riesgos de más largo plazo.

1. La independencia de los bancos centrales

La independencia del banco central constituye la piedra angular de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios, ya que su propósito es impedir que el ciclo político influya en las decisiones de política monetaria (9). Esta independencia es también crucial para que los bancos centrales puedan desempeñar con eficacia sus funciones de estabilidad financiera. Las masivas intervenciones de los

bancos centrales han acarreado riesgos bien conocidos, pero también otros nuevos y más sutiles.

El rápido incremento de los pasivos del sector público podría generar el conocido riesgo de «dominancia fiscal»: subordinar la política monetaria a las necesidades de financiación del sector público. De hecho, destacados economistas han sugerido que unas tasas de inflación más elevadas podrían ayudar a aumentar la tasa de amortización efectiva de la deuda. Otros han citado la necesidad de practicar la «represión financiera» (medidas de regulación y política monetaria para contener el perfil de la curva de rendimientos) a fin de reducir los pagos de intereses sobre la

deuda pública. Esta amenaza de condicionamiento fiscal persistirá mientras los gobiernos no logren encauzar sus finanzas públicas.

También el elevado endeudamiento del sector privado y la fragilidad financiera pueden condicionar excesivamente la actuación de los bancos centrales, que pueden verse presionados para contener las subidas de tipos de interés cuando las condiciones económicas justifiquen su normalización. Cuando los niveles de deuda son elevados, subir los tipos oficiales tiende a elevar toda la curva de rendimientos y a aumentar la carga del servicio de la deuda, lo cual pondría presión para aliviarla, sobre todo por parte de hogares y empresas todavía muy apalancados.

Al mismo tiempo, el nerviosismo de los mercados financieros puede inducir a los bancos centrales a retrasar la necesaria normalización de su política monetaria. En resumen, la política monetaria podría acabar condicionada por lo que se ha denominado «dominancia financiera» en sentido amplio (10).

De hecho, en los últimos diez o quince años, los bancos centrales han tendido a responder a las amenazas para la estabilidad financiera de una manera asimétrica. En las economías avanzadas, los tipos oficiales se recortaron con determinación ante contratiempos financieros (como la crisis del fondo LTCM, el estallido de la burbuja tecnológica y la crisis financiera internacional), para posteriormente subir de forma gradual. El resultado fue una ten-

dencia descendente de los tipos de interés oficiales (gráfico 9, panel izquierdo).

Un segundo riesgo procede de las expectativas poco realistas sobre lo que cabe esperar de los bancos centrales. Cada vez más, estos se ven como la única instancia capaz de hacer frente a la titubeante recuperación mundial. Al inicio de la crisis, los bancos centrales tenían una ventaja comparativa para responder enérgicamente, pero este argumento ha ido perdiendo fuerza conforme se han ido alcanzando los límites de lo que efectivamente puede lograrse con la política monetaria. Sin embargo, estos límites no son reconocidos por todos y todavía hay quienes esperan un activismo monetario intenso y continuado. A este riesgo podríamos denominarlo ries-

go de «dominancia de expectativas» (11).

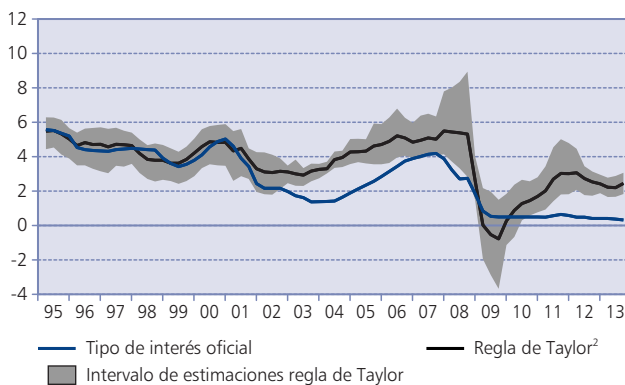
Estos tipos de condicionamiento adicionales podrían conllevar un retraso en la normalización de la política monetaria. Una indicación de que estos mecanismos pueden estar en juego se encuentra en la futura evolución de los tipos de interés oficiales que esperan los participantes del mercado y las autoridades, que es muy inferior a la sugerida por la regla de Taylor (gráfico 9, panel derecho).

2. La primacía de la estabilidad de precios

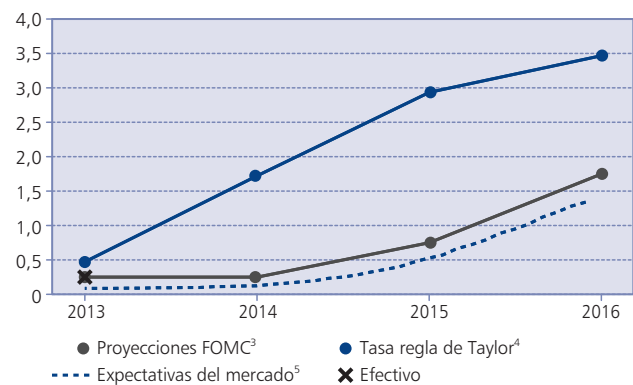
Al haber alcanzado los tipos de interés su límite nominal mínimo de cero, destacados economistas han recomendado a los bancos centrales revisar al alza

GRÁFICO 9
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES E IMPLÍCITOS EN LA REGLA DE TAYLOR (PORCENTAJE)

A) Tipos de interés oficiales e implícitos en la regla de Taylor en las principales economías avanzadas¹



B) Expectativas sobre tipos oficiales en Estados Unidos e implícitos en la regla de Taylor



Notas:

- (1) Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido.
- (2) Véase nota 4 del gráfico 6.
- (3) Mediana de *Summary of Economic Projections* (FED) a 18 de diciembre de 2013.
- (4) Los tipos de la regla de Taylor se calculan como: $i = r^* + \pi^* + 1,5 (\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π es una estimación de la inflación del IPC subyacente; y es la estimación de la brecha del producto elaborada por el CBO el 4 de febrero de 2014; π^* es el objetivo de inflación y r^* es el nivel de largo plazo del tipo de interés real, y donde $\pi^* + r^* = 4\%$, una estimación de la mediana según *Summary of Economic Projections*.
- (5) A partir de futuros sobre fondos federales.

Fuentes: Federal Reserve Board; Congressional Budget Office; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

sus objetivos de inflación, argumentando que aumentaría el margen de maniobra durante las crisis y podría ofrecer una «solución» fácil al sobreendeudamiento mundial (12).

Sin embargo, en todo caso, la crisis y sus consecuencias han enfatizado la importancia que reviste para la estabilidad de precios la inequívoca credibilidad de los bancos centrales. Esta credibilidad fue precisamente la que dio a los bancos centrales más flexibilidad para responder a la crisis. El gráfico 10 muestra que, si bien las expectativas de inflación a corto plazo han variado un tanto, las de inflación a largo plazo se han mantenido bien ancladas, atestiguando los logros alcanzados en torno a la credibilidad.

Este firme anclaje no ha sido universal, lo que confirma los

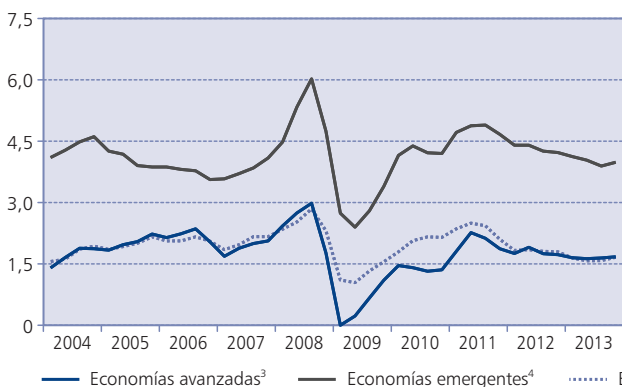
riesgos de acomodar altas tasas de inflación. Por ejemplo, las expectativas de inflación se han desvinculado en algunas economías emergentes, de modo que además de afrontar los retos planteados por la débil recuperación mundial, los bancos centrales han tenido que reafirmar también su determinación para restaurar la estabilidad de precios con tipos de interés oficiales más altos en momentos inoportunos. La principal lección extraída es que la credibilidad en la lucha contra la inflación es especialmente valiosa cuando una economía es propensa a sufrir crisis.

En suma, hay argumentos convincentes de que la estabilidad de precios debe seguir siendo el objetivo prioritario de la política monetaria, pero la crisis ha demostrado que no es sufi-

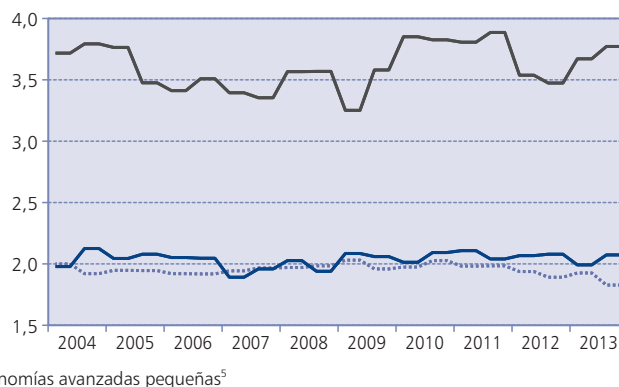
ciente, ya que mantener baja la inflación en el corto plazo no garantiza la estabilidad de precios en el largo (White, 2006). En la pasada década, las condiciones monetarias acomodaticias contribuyeron a la infravaloración generalizada del riesgo y a alzas del crédito y de los precios de los activos insostenibles, sin que con ello se elevara la inflación de los precios de consumo, contenidos, en parte, por la incorporación de los mercados emergentes en la economía global. Los consiguientes desequilibrios financieros provocaron inestabilidad financiera con consecuencias macroeconómicas graves, dañando la transmisión de la política monetaria y amenazando con deflación. Esto plantea la cuestión de cómo modificar los marcos de política monetaria para salvaguardar mejor una estabilidad de precios duradera.

GRÁFICO 10
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (OSCILACIÓN INTERANUAL, PORCENTAJE)

A) Previsión a corto plazo¹



B) Previsión a largo plazo²



Notas:

- (1) 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 India, inflación de precios al por mayor.
- (2) Previsiones de consenso en un horizonte de 6 a 10 años para la inflación de los precios de consumo; para India, inflación de precios al por mayor a partir de T4 2011. Observaciones semestrales (marzo/abril y septiembre/octubre) convertidas a trimestrales mediante una interpolación por etapas (*stepwise*).
- (3) Medias ponderadas, basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005, de Estados Unidos, la zona del euro, Japón y Reino Unido.
- (4) Medias ponderadas, basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005, de Brasil, Chile, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Turquía.
- (5) Medias ponderadas, basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005, de Canadá, Noruega, Suecia y Suiza.

Fuente: Consensus Economics.

3. Integración de consideraciones de estabilidad financiera en marcos de política monetaria

La crisis y sus secuelas han puesto de manifiesto la necesidad de integrar mejor las consideraciones de estabilidad financiera en los marcos de política monetaria. No cabe duda de que la estabilidad financiera es esencial para conseguir una estabilidad de precios duradera, pero no es sencillo forjar un nuevo consenso sobre una serie de cuestiones de orden operativo y conceptual.

En el orden operativo, los bancos centrales se preguntan cómo responder ante los auges y desplomes del crédito y de los precios de los activos. Está surgiendo cierto consenso sobre la necesidad de que los bancos centrales utilicen otros instrumentos además del tipo de interés oficial. Ahora bien, la evidencia hasta ahora sugiere que los instrumentos de tipo macroprudencial, como la relación préstamo hipotecario/valor de tasación y los colchones de capital anticíclicos, pueden operar como complemento más que como sustituto de los tipos de interés oficiales. Además, estos instrumentos alternativos parecen contribuir más a mejorar la resistencia del sistema financiero que a controlar el conjunto del ciclo de crédito.

A diferencia de la política monetaria, quedan preguntas por resolver sobre el impacto de los instrumentos macroprudenciales en la dinámica de precios de los activos financieros, así como numerosas incógnitas sobre la teoría y práctica de la política macroprudencial y su interacción con la monetaria. Esto podría significar que los instrumentos ma-

croprudenciales no son tan eficaces como los tipos de interés oficiales a la hora de evitar la asunción excesiva de riesgo en todo el sistema financiero. Después de todo, el tipo de interés oficial determina el precio universal de endeudarse en una determinada moneda, no es vulnerable al arbitraje regulatorio y puede complementar las medidas prudenciales.

Lograr una estabilidad de precios duradera, objetivo primordial de los bancos centrales, exige impedir la acumulación de desequilibrios financieros, aun cuando la inflación a corto plazo permanezca baja y estable. Para ello, el marco de actuación de la política monetaria debería, en su análisis de los desequilibrios financieros, ampliar el horizonte temporal más allá de los dos años típicos de los regímenes basados en objetivos de inflación. De ese modo, los bancos centrales detectarían más fácilmente los riesgos para la estabilidad macroeconómica que plantean los ciclos financieros desestabilizadores. Al ampliar el horizonte, también ganarían margen de maniobra para mitigar los desequilibrios financieros aun cuando la inflación a corto plazo permaneciera baja y estable. Obviamente, la ampliación del horizonte de política no debe interpretarse de forma mecánica, ya que cuesta predecir el momento exacto de la corrección de los desequilibrios financieros y su coste macroeconómico. Más bien se trata simplemente de un medio complementario para evaluar de forma más sistemática el balance de riesgos.

Se requiere, asimismo, aplicar la política monetaria de forma más simétrica con respecto al ciclo financiero, entendiendo como tal a los sucesivos episodios de auge y crisis financieras. Como

se mencionó, en las últimas décadas los bancos centrales han tendido a actuar de forma asimétrica, insuficientemente en el periodo de auge financiero al no manifestarse problemas inflacionistas, para después relajar con fuerza su política en fases posteriores a la crisis. Con el tiempo, esto ha reducido su margen de maniobra y ha enquistado los riesgos que perpetúan las distorsiones, dificultando la salida y la normalización de la orientación monetaria. En los momentos álgidos de la crisis, ante el colapso de los mercados, una actuación resuelta y con todo su arsenal es, sin duda, fundamental.

En el orden conceptual, los bancos centrales se preguntan cuál es el mejor modo de redirigir nuestra perspectiva macroeconómica tradicional hacia una perspectiva macrofinanciera mejor integrada. Si bien nuestra comprensión de los compromisos que plantea la política monetaria tradicional es mucho más avanzada tras décadas de investigación académica y de políticas, la investigación sobre la estabilidad financiera y sus mecanismos de conexión y transmisión todavía tiene mucho camino que recorrer.

4. La internalización de externalidades globales

La crisis también ha puesto de relieve la importancia de tener más en cuenta las repercusiones mundiales de la política monetaria en un mundo cada vez más integrado. Las condiciones monetarias acomodaticias contribuyeron en el pasado a fomentar las vulnerabilidades a nivel mundial. La acumulación de desequilibrios financieros en una serie de economías de mercado emergentes y economías avanzadas peque-

ñas indica que este mecanismo puede volver a estar actuando.

Esto no supone necesariamente que los bancos centrales necesiten decidir conjuntamente sus actuaciones, sino que, como mínimo, sus decisiones pueden mejorar con un marco analítico más completo donde se conceda más importancia y se internalicen los efectos que provocan sus decisiones individuales de política monetaria en el resto del mundo y su efecto de retorno en su propia economía. Esto redundaría en beneficio propio de cada banco central, en especial si los efectos secundarios de sus decisiones pudieran llegar a alentar inestabilidades financieras globales que retornasen a los países de partida.

De nuevo, una mayor simetría parece aconsejable. A raíz de la desproporcionada reacción ante el anuncio de la retirada gradual de estímulos por los bancos centrales (*tapering*), se ha prestado más atención a las repercusiones mundiales de la política monetaria. La volatilidad que dicho repliegue ha provocado en las EME ha llevado a argumentar que el ritmo de normalización de la política en las principales economías avanzadas también debería considerar sus consecuencias para otras economías. Sin embargo, si tales efectos se tuviesen en cuenta solo en la fase restrictiva del ciclo de política monetaria, y no en la expansiva, se estaría introduciendo un sesgo expansivo en el sistema monetario global.

5. Las políticas de comunicación

En las últimas décadas, los bancos centrales de todo el mundo han aumentado su transparencia sobre todos los aspectos de sus marcos de política mone-

taria. Durante la crisis, particularmente cuando los tipos de interés se aproximaban a cero, la política de comunicación ha ganado importancia para conformar las expectativas del sector privado. Cabe preguntarse si las nuevas estrategias de orientaciones explícitas sobre acciones futuras representan una continuación de tendencias anteriores o si debería reservarse para periodos de crisis, particularmente el uso de umbrales cuantitativos.

En principio, el recurso a la comunicación orientativa permite aclarar las intenciones de los bancos centrales y, por tanto, reforzar el efecto que esperan alcanzar con sus medidas. Dicha orientación puede ayudar a estimular la economía en una recesión y a contener expectativas desmesuradas en periodos de auge (13). En la práctica, no obstante, esta estrategia de comunicación puede complicar la política monetaria de distintas maneras. La comunicación orientativa es eficaz cuando es creíble, clara y coherente con las medidas efectivamente adoptadas por el banco central. No obstante, su carácter condicional conlleva el riesgo de que se malinterprete.

Si el sector privado se centra demasiado en el escenario base del banco central y no aprecia plenamente las incertidumbres implícitas, los mercados financieros pueden descontar el escenario óptimo y generar turbulencias ante cualquier desviación del mismo. En particular, las turbulencias registradas en los mercados internacionales a mediados de 2013 se deben en parte a malas interpretaciones de la orientación ofrecida por la Reserva Federal sobre el ritmo esperado de repliegue de su programa de compra de activos.

La evolución y valoración final de las nuevas prácticas de comunicación orientativa es una cuestión abierta, especialmente por lo que respecta a las medidas más explícitas y contingentes. Dependerá de los resultados que logre dicha estrategia de comunicación durante la etapa final de recuperación y, en último término, de cuál sea su contribución a la normalización de esta prolongada acomodación monetaria.

V. CONCLUSIONES

Los bancos centrales tienen que hacer frente a la transformación de los riesgos y retos a corto y largo plazo que afrontan en la fase final de la recesión de balances. En este artículo se destacan los logros y los riesgos de la política monetaria en las diversas fases de la crisis. No cabe duda de que la política monetaria ha sido fundamental para la gestión de esta crisis. Sin embargo, al haberse llevado al límite y no haber sido complementada con medidas estructurales y de saneamiento de balances con la misma determinación, los riesgos al alza y a la baja que esta conlleva han variado con el tiempo.

Los mayores riesgos surgen si se carga en exceso la política monetaria y se retrasa su normalización. Esta decisión podría acarrear consecuencias como burbujas del crédito y de los precios de los activos, repuntes puntuales de la inflación, repercusiones internacionales de las decisiones de política monetaria y asignaciones ineficientes de los recursos reales a través del canal de asunción de riesgos de la política monetaria. También hay que prestar atención a los riesgos que plantean las hipótesis del estancamiento secular y la histeresis del desempleo. Parece, sin

embargo, que estas deficiencias de carácter estructural pueden ser abordadas con mayor eficacia mediante medidas estructurales. Conseguir la apropiada combinación de políticas supone un reto enorme para los bancos centrales y otras autoridades.

En el medio y largo plazo, los marcos de formulación de política monetaria deberán ser actualizados, en particular para integrar adecuadamente los factores financieros y la mayor interdependencia en una economía globalizada. Ello debería llevar a una configuración más simétrica con respecto al ciclo financiero y a una mejor internalización de las externalidades internacionales de la política monetaria. Aunque hay señales esperanzadoras sobre una mayor aceptación de ambos retos, la investigación debe continuar para conseguir integrar ambas consideraciones en las decisiones de la política monetaria en la práctica.

NOTAS

(1) En concreto, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el BCE han implementado diversas variantes de estas estrategias de comunicación desde 2008. Más detalles en FILARDO y HOFMANN (2014).

(2) El término «recesión de balances» fue introducido por primera vez por KOO (2003) para explicar las causas de la década perdida en Japón. Puede consultarse un análisis más profundo del concepto de recesión de balances en el contexto de la crisis financiera internacional en BORIO (2012) y CARUANA (2012).

(3) Puede consultarse un análisis más pormenorizado en BECH *et al.* (2012).

(4) La persistencia de altos niveles de desempleo obviamente no significa que la acomodación monetaria no haya tenido efectos macroeconómicos positivos, pues podría haber evitado tasas de desempleo aún mayores; en otras palabras, resulta difícil valorar con certeza la hipótesis contraria. La evidencia empírica sugiere que las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por los bancos centrales han tenido un efecto positivo en el producto; véanse GAMBACORTA, HOFMANN y PEERSMAN (2012) y CHEN, FILARDO, HE y ZHU (2014). No obstante, existe incertidumbre en torno a la existencia y la solidez de

estos efectos macroeconómicos, dado que las medidas adoptadas por los bancos centrales no tienen precedentes y el análisis se basa en un breve periodo de tiempo.

(5) Puede consultarse un análisis más pormenorizado de los distintos canales por los que la política monetaria se transmite a nivel mundial en CARUANA (2013b).

(6) Puede consultarse la evidencia empírica en GRAY (2013), SPENCER (2013) y BPI (2014). TAYLOR (2013) analiza las diferentes explicaciones de las causas de dichas repercusiones de la política monetaria.

(7) El aumento de la ratio crédito/PIB y de los precios de la vivienda no indica necesariamente una acumulación de desequilibrios financieros, sino que también puede reflejar un proceso de profundización financiera y un aumento de los niveles de vida. Para tener en cuenta este aspecto, una serie de estudios han analizado la divergencia de la relación entre el crédito y el PIB con respecto a su tendencia subyacente, la brecha de crédito —véanse por ejemplo BORIO y LOWE (2002), BORIO y DREHMANN (2009) y DREHMANN y JUSELIUS (2013)—, y han concluido que este parámetro constituye un indicador fiable de las dificultades financieras. Desde esta perspectiva, el gráfico 7 sugiere posibles dificultades financieras, en particular en las EME, donde la ratio crédito/PIB ha aumentado con fuerza desde 2007 con relación a sus tendencias anteriores.

(8) Puede consultarse un análisis sobre el estancamiento permanente en SUMMERS (2014) y GORDON (2014). Asimismo, puede consultarse una contraargumentación de dicha hipótesis en TAYLOR (2014).

(9) Algunos bancos centrales, como el Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza, son claros ejemplos de cómo la independencia del banco central contribuyó a ganar credibilidad en torno a la estabilidad de precios. Estos bancos centrales gozaban de un amplio grado de independencia y, sobre esta base, aseguraron sistemáticamente una inflación inferior a la de sus homólogos en la era post-Bretton Woods.

(10) Puede encontrarse un análisis del concepto de dominancia financiera en HANNOUN (2012).

(11) Para un análisis más detallado del concepto de dominancia de las expectativas, véase CARUANA (2013a).

(12) Véase, por ejemplo, BLANCHARD, DELL'ARICCIA y MAURO (2010).

(13) Véase en FILARDO y HOFMANN (2014) un análisis más detallado de la comunicación orientativa como instrumento de comunicación de los bancos centrales.

BIBLIOGRAFÍA

ATKESON, A., y KEHOE, P. (2004), «Deflation and depression: is there an empirical link?», *American Economic Review*, mayo.

BECH, M.; GAMBACORTA, L., y KHARROUBI, E. (2012), «Monetary policy in a downturn: Are financial crises special?». *BIS Working Papers*, número 388.

BERNANKE, B. (2013a), «Communication and monetary policy». Discurso con motivo del National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington, DC, 19 de noviembre.

— (2013b), «Transcript of chairman Bernanke's press conference». Disponible en: www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf

BIS (2014), «¿Cómo afecta la política monetaria estadounidense a las tasas oficiales de las economías de mercado emergentes?», *Informe Trimestral del BPI*, marzo.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G., y MAURO, P. (2010), «Rethinking macroeconomic policy». IMF Staff Position Note 10/03, febrero.

BLANCHARD, O., y SUMMERS, L. (1986), «Hysteresis and the European Unemployment Problem». NBER Macro Annual, 1986.

BORDO, M., y FILARDO, A. (2005), «Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it?», *Economic Policy*, octubre.

BORIO, C. (2012), «The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?». *BIS Working Papers*, n.º 395.

BORIO, C., y DREHMANN, M. (2009), «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo.

BORIO, C., y FILARDO, A. (2004), «Back to the future? Assessing the deflation record». *BIS Working Papers*, n.º 152.

— (2007), «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation». *BIS Working Papers*, n.º 227.

BORIO, C., y LOWE, P. (2002), «Assessing the risk of banking crises». *BIS Quarterly Review*, diciembre: 43-54.

CARUANA, J. (2012), «Central banking in a balance sheet recession». Participación en el panel de expertos del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal durante la conferencia «Central banking: before, during and after the crisis», Washington, 23-24 de marzo.

— (2013a), «The changing nature of central bank independence». Panel remarks at the Bank of Mexico international conference «Central bank independence – Progress and challenges», Ciudad de México, 14-15 de octubre.

— (2013b), «Ebbing global liquidity and monetary policy interactions». Discurso con motivo de la Quinta Cumbre de Bancos Centrales sobre Objetivos de Infla-

<p>ción organizada por el Banco Central de Chile, bajo el título: «Global liquidity, capital flows and policy coordination», Santiago, Chile, 15 de noviembre.</p> <p>CHEN, Q.; FILARDO, A.; HE, D., y ZHU, F. (2014), «Global impact of US monetary policy at the zero lower bound». <i>BIS Working Papers</i>, de próxima publicación.</p> <p>COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2010), <i>Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer</i>, diciembre.</p> <p>DREHMANN, M., y JUSELIUS, M. (2013), «Evaluating early warning indicators of banking crises: Satisfying policy requirements», <i>BIS Working Papers</i>, n.º 421, agosto.</p> <p>FILARDO, A., y HOFMANN, B. (2014), «Comunicación orientativa de los bancos centrales en el nivel inferior de cero», <i>Informe Trimestral del BPI</i>, marzo.</p>	<p>GAMBACORTA, L.; HOFMANN, B., y PEERSMAN, G. (2012) «The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis», <i>BIS Working Papers</i>, n.º 384, agosto.</p> <p>GRAY, C. (2013), «Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy», <i>Atlantic Economic Journal</i>, 41(2): 173-184.</p> <p>GORDON, R. (2014), «The demise of US economic growth: restatement, rebuttal and reflections. <i>NBER Working Paper</i>, número 19895, febrero.</p> <p>HANNOUN, H. (2012), «Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy». Discurso pronunciado en la 47 Conferencia de Gobernadores del SEACEN, Seúl, Corea, 14 de febrero.</p> <p>HOFMANN, B., y BOGDANOVA, B. (2012), «Reglas de Taylor y política monetaria: ¿una 'Gran</p>	<p>desviación' mundial?», <i>Informe Trimestral del BPI</i>, septiembre.</p> <p>KOO, R. (2003), <i>Balance sheet recession</i>, John Wiley & Sons, Singapur.</p> <p>SPENCER, M. (2013), «Updating Asian 'Taylor rules'», <i>Global Economic Perspectives</i>, 28 de marzo, Deutsche Bank.</p> <p>SUMMERS, L. (2014), «Washington must not settle for secular stagnation», <i>Financial Times</i>, 5 de enero.</p> <p>TAYLOR, J. (2013), «International policy coordination: past, present and future». <i>BIS Working Papers</i>, n.º 437.</p> <p>— (2014), «The role of policy in the Great Recession and the weak recovery», <i>American Economic Review</i>, de próxima publicación.</p> <p>WHITE, W. (2006), «Is price stability enough?». <i>BIS Working Papers</i>, n.º 205.</p>
---	---	--