

## LA GLOBALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

**Dilemas monetarios en un mundo interdependiente**

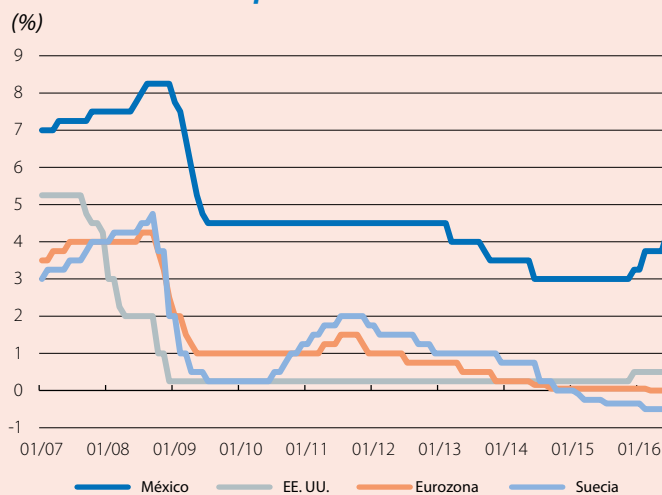
El panorama monetario actual es de notable complejidad y con escasos precedentes, si es que existe alguno. El hecho de que muchos bancos centrales hayan establecido los tipos de referencia en tasas negativas (Japón, Suecia, Dinamarca, Suiza o la propia eurozona) es una anomalía en términos históricos. Tampoco tiene precedentes el hecho de que muchos bancos centrales acumulen activos públicos y privados de muy distintas variedades, y que lo hagan hasta alcanzar montantes inauditos (recordemos, las compras anuales de deuda pública del Banco de Japón equivalen al 16% del PIB del país). Habitados como estamos a denominar toda esta batería de medidas simplemente como «política monetaria no convencional», quizás se ha perdido en cierta medida la sensibilidad a lo atípico de la situación y se ha tendido a obviar los riesgos que conlleva. Riesgos que alcanzan no solo a los países que llevan a cabo dichas políticas, sino también a los de su entorno.

Efectivamente, en un mundo financieramente globalizado, la política monetaria que realizan los países en el centro del sistema financiero internacional afecta enormemente a sus socios periféricos. Así, sucede, por ejemplo, entre el centro financiero por definición –EE. UU.– y los países de América Latina. O entre la eurozona y sus vecinos de la UE que no comparten la moneda única. En este contexto, cuando el nudo empiece a apretarse (es decir, cuando comience la plena normalización monetaria), lo que en ciertos países se sentirá como una presión suave, en otros quizás será algo más cercano al ahogo. Esa podría ser, en especial, la situación de aquellas economías que se han beneficiado de un flujo abundante de capitales en condiciones muy beneficiosas –típicamente, en dólares o euros que tendían a depreciarse frente a su moneda y con un tipo de interés sensiblemente menor al nacional– y que deberán afrontar su retorno, o su refinanciación, en un contexto de condiciones financieras internacionales más adversas.

¿Es esta una preocupación desmedida? La respuesta a esta cuestión exige calibrar bien los canales –tanto los de carácter real como los financieros– a través de los que se transmite internacionalmente la política monetaria, ejercicio que se realiza en el artículo «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» de este mismo Dossier. Como también exige analizar a fondo el papel del sector bancario en el proceso de transmisión, tarea que se desarrolla en el artículo «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria» de este mismo Dossier. Una clara constatación de la intensidad con la que se puede transmitir la política monetaria entre países son los casos recientes de Suecia y México.

Por lo que refiere al país escandinavo, a mediados de 2010 se había recuperado apreciablemente del *shock* de la Gran Recesión de 2008-2009 (el crecimiento en 2010 acabaría siendo del 6%, frente al 2,1% de la eurozona), y la evidencia de que las tensiones inflacionistas ganaban terreno (a principios de 2010 la inflación sueca era del 2,7% interanual, la de la eurozona del 0,9%) justificaron una paulatina, pero continuada, subida del tipo de referencia por parte de su banco central (del 0,25% al 2,0%). Ese movimiento divergió notablemente respecto a la política monetaria acomodaticia del BCE, que en dicho 2010 mantuvo el tipo de referencia en el 1%. El resultado inmediato fue una notable apreciación de la corona sueca, del 20% aproximadamente. A finales de 2011 el Riksbank, el banco central sueco, dio un golpe de timón y, a pesar de que las condiciones nacionales no parecían justificarlo, inició un proceso de relajación monetaria que ha situado el tipo de intervención en el –0,50%. En este contexto, van en aumento las voces que argumentan que el mantenimiento de unas condiciones monetarias ultralaxas es un riesgo para la estabilidad financiera, en particular si se tiene en cuenta que la liquidez alimenta una economía de por sí con un elevado endeudamiento privado (237% del PIB, en 2015) y un fuerte aumento de los precios de los activos (el crecimiento de los precios de la vivienda sueca en el 1T de 2016 fue del 12,5% interanual, el tercero mayor de la UE).

Este es un caso claro de que la política monetaria del centro afecta a países cercanos económicamente, factor que condiciona, por no decir lamina, la independencia monetaria de los bancos centrales de las economías periféricas y de menor tamaño. ¿Y en las emergentes? ¿Se produce también un efecto tan condicionante de la política monetaria del núcleo? La respuesta es igualmente afirmativa. Un caso ejemplificador es el de México. Como es bien sabido, México mantiene unos vínculos económicos muy estre-

**Bancos centrales: tipo de referencia**

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

chos con EE. UU., hasta el punto que el ciclo de la actividad de ambos países está altamente correlacionado. Pero esta evidencia general no implica que la política monetaria de EE. UU. sea la adecuada para México en todos los momentos. En particular, desde 2014, el impacto asimétrico del *shock* del petróleo ha requerido una respuesta de política monetaria diferente. Mientras EE. UU. circula por las fases maduras del ciclo, con expectativas de inflación al alza y unas incipientes tensiones salariales, México ha experimentado un crecimiento menor de lo previsto y una inflación claramente inferior a lo esperado (situada, de hecho, en zona de mínimos históricos). A pesar de esta realidad, que sugeriría que, aunque la Fed proceda a la normalización monetaria, Banxico debería mantener una política monetaria más acomodaticia durante un cierto tiempo, lo cierto es que el consenso abrumador entre los analistas es que México, sencillamente, no tiene otra opción que seguir la estela de la Fed para evitar una fuerte depreciación del peso frente al dólar. La razón principal, de nuevo, no hay que buscarla en las condiciones internas: es la importancia de las relaciones comerciales y financieras entre EE. UU. y México.

En los últimos años, y en particular desde la Gran Recesión de 2008-2009, México ha experimentado un doble proceso que ha estrechado los lazos financieros con EE. UU. y, en menor medida, con el resto de los inversores globales. El primero es el aumento de la entrada de capitales en el país. Tal y como se explica en el artículo «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» de este mismo Dossier, este es el principal canal de transmisión a nivel global de la política monetaria y, en los últimos años, se constata una mayor sensibilidad de los movimientos de capitales a las expectativas de cambios de la política monetaria en el centro del sistema. La evolución de los flujos de capitales hacia México ha seguido ese mismo patrón, tendencia que se ha reflejado en variables como la deuda externa, que ha pasado de situarse en el 17,3% del PIB en 2006 a acercarse al 46% del PIB 10 años después. Un segundo factor, relacionado con el anterior, es que el peso mexicano ha visto aumentar su uso internacional, especialmente en el ámbito financiero: según el BIS, si en 2001 era la decimocuarta moneda más utilizada, en 2013 era la octava. Tomados en su conjunto, estos dos elementos han hecho menos independiente la política monetaria del país latinoamericano. El propio Banxico asume implícitamente que no puede negar este contexto limitador al reiterar, en sus comunicados, que el seguimiento del diferencial de tipos de interés con EE. UU. y la evolución del tipo de cambio (variable clave en la transmisión monetaria internacional) son dos aspectos centrales en su monitorización del contexto financiero. Como tampoco es menor la referencia que a veces realiza de que retardar el tensionamiento monetario puede representar un riesgo para la estabilidad financiera.

Este riesgo para la estabilidad financiera puede ser mayor cuando se da en un contexto local de exceso de deuda. Esta es la situación, recordemos, de muchas economías emergentes que han experimentado en los últimos años un fuerte crecimiento de la deuda privada. Además, la situación se agrava cuando el aumento de la deuda se hace mediante la financiación en moneda fuerte (el dólar en el caso de América Latina, el euro en el de la Europa emergente). Esta es la situación de China o Brasil, entre otros países, que han registrado un fuerte avance de la deuda corporativa en dólares como respuesta, precisamente, a las holgadas condiciones de financiación que derivaban, en última instancia, de la política monetaria de la Fed. A medida que se proceda a la normalización monetaria estadounidense, las dificultades de algunas empresas para atender al pago o refinanciación de esta deuda serán crecientes.

En la Europa emergente, la situación se repite aunque con dos particularidades. En primer lugar, allí, junto a las empresas, también los hogares han tomado préstamos hipotecarios en moneda extranjera (euros y francos suizos). La segunda característica es que en esa zona el riesgo sobre la estabilidad financiera ha pasado de ser difuso a muy elevado. Polonia ejemplifica esta situación. A principios de 2016 cerca de un 45% del saldo hipotecario vivo era en euros o francos, montante equivalente a un 9,3% del PIB polaco. Dada la depreciación del esloti frente al euro y al franco suizo, el Gobierno se encuentra con el dilema de dejar que los consumidores afronten el aumento de la presión financiera o derivar hacia su sector bancario los costes forzando la conversión de hipotecas a eslotis en unas condiciones favorables a los hogares. Las primeras propuestas apuntan a una versión extrema de esta segunda solución que, de aplicarse, sencillamente no sería asumible por gran parte de la banca polaca.

Es importante recordar que la excesiva acumulación de deuda es, entre otros factores, el resultado de la respuesta de los actores económicos a los incentivos que genera la anómala situación monetaria con la que se abría el artículo. No es el único resultado indeseado de la política monetaria ultracomodaticia que han seguido los países avanzados, pero sí uno de los más tangibles. Dada la incertidumbre que rodea la entrada en *terra incognita* que representa la salida de la política monetaria no convencional, ¿existe alguna forma de paliar los riesgos sobre la estabilidad financiera global? La más clara sería que existiese un mayor grado de coordinación entre los bancos centrales y, a nivel más amplio, entre la política económica de las principales economías. A nivel normativo, y cómo se defiende en el artículo «Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero» de este mismo Dossier, una mayor coordinación sería altamente deseable. Desafortunadamente, como también concluye dicho artículo, existen dudas razonables de que la coordinación acabe sucediendo.

Àlex Ruiz

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank