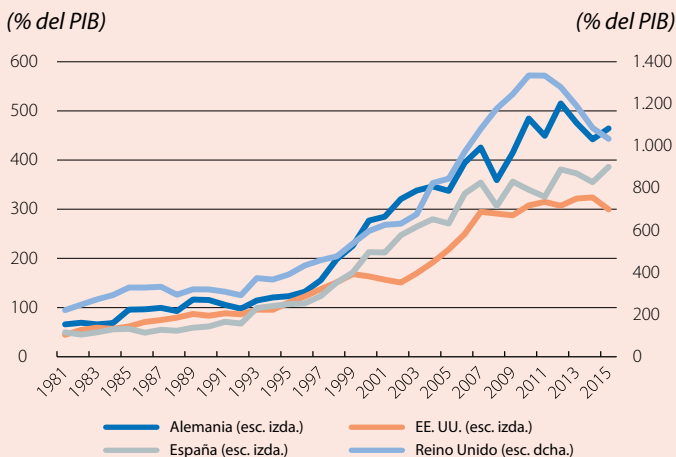


Política monetaria: de la independencia a la interdependencia

22 de mayo de 2013, Congreso de los Estados Unidos de América, Washington DC. Ben Bernanke, el entonces presidente de la Fed, sugiere que podría reducir el tono acomodaticio de la política monetaria en un futuro próximo gracias al buen desempeño de la economía americana. En las próximas semanas, sus declaraciones se traducen en violentos movimientos en los mercados globales y, principalmente, en las economías emergentes, que sufren importantes depreciaciones de las monedas, aumentos en las primas de riesgo, caídas de las bolsas y una reducción en las entradas de capital. Este episodio, conocido como «*taper tantrum*», ilustra cómo los efectos de la política monetaria de uno de los mayores centros financieros mundiales van mucho más allá de sus fronteras nacionales. Pero, ¿por qué una decisión doméstica de Bernanke repercute en el resto de economías del mundo? ¿Y mediante qué mecanismos las palabras del presidente de la Fed impactan en las economías del resto del mundo?

Tradicionalmente, el comercio ha sido el principal transmisor de la política monetaria entre países. Es decir, ante una reducción del tipo de interés de referencia de, por ejemplo, la Fed, el dólar tiende a depreciarse, lo que encarece las importaciones procedentes del resto del mundo, cuya demanda se ve resentida.¹ Por otro lado, al estimular la demanda doméstica americana, la relajación monetaria impulsa la demanda de estas importaciones. Aunque más rezagado en el tiempo, este segundo efecto ha sido históricamente más fuerte que el primero y, en consecuencia, el efecto comercial neto en el resto del mundo ha sido positivo.² Sin embargo, en las circunstancias actuales, hay razones para suponer que la demanda agregada es menos sensible a los estímulos monetarios, por lo que es más incierto que los efectos netos sean positivos: concretamente, el elevado endeudamiento de las economías avanzadas dificulta que el estímulo monetario se traduzca en una mayor demanda de importaciones extranjeras (en tanto que los agentes más endeudados aumentan menos su consumo).

La globalización financiera: activos y pasivos contraídos con el resto del mundo *



Nota: * Posición inversora internacional bruta.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

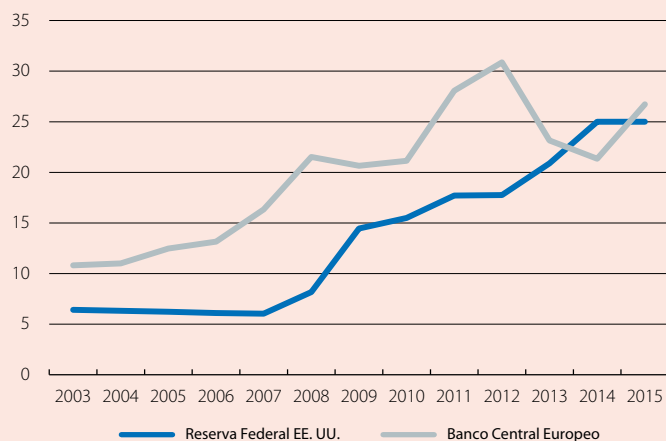
apreciación de la moneda para suavizar la entrada de capital o limitar la fluctuación del tipo de cambio y aceptar una fuerte entrada de capitales. Además, ambas alternativas provocan consecuencias negativas adicionales: mientras que una fuerte apreciación de la moneda daña al sector exportador y puede provocar presiones deflacionistas (al abaratar el coste de las importaciones), una entrada de capital puede relajar las condiciones crediticias más allá de lo deseable y, por lo tanto, aumenta el riesgo de inestabilidad financiera. Como veremos, un modo de paliar tanto la apreciación de la moneda como las entradas bruscas de capital consiste en ajustar el tipo de interés doméstico mimetizando la política monetaria extranjera: aunque, al ofrecer retornos parecidos, se evitan movimientos bruscos de capital y presiones sobre el tipo de cambio, las autoridades pierden el control de la política monetaria.

Pero no son solo los factores coyunturales relacionados con el canal comercial los que cuestionan el signo positivo de las externalidades de la política monetaria. De hecho, como ilustra el primer gráfico, desde la década de los ochenta se ha producido una fuerte globalización financiera, con un aumento de los flujos de capital internacionales y un mayor endeudamiento exterior bruto de las economías. Al crear un mercado internacional para la inversión y el ahorro, la globalización financiera ofrece una fuente de financiación externa a un tipo de interés internacional que, sin embargo, está influenciado por los principales centros financieros mundiales, como los EE. UU., debido a su importante peso en la economía mundial.³ Así, los flujos internacionales de capital se han convertido en un importante transmisor de la política monetaria. Por ejemplo, ante una reducción del tipo de interés en EE. UU., se producen fuertes flujos hacia aquellas economías extranjeras con mayores retornos, cuyas autoridades monetarias se enfrentan a dos opciones: tolerar la fuerte

1. Este efecto es el que ha llevado a acuñar el término «guerra de divisas» para describir situaciones en las que los bancos centrales implementan políticas acomodaticias para provocar una depreciación de la moneda y aumentar la competitividad de las exportaciones.
2. Véase el discurso de Rajan del 12 de marzo de 2016 en Nueva Delhi, «Towards rules of the monetary game», y Blanchard (2016), «Currency wars, coordination, and capital controls», NBER Working Paper. Sin embargo, como remarca Blanchard, el efecto también depende de las características de cada país, como el peso de sus exportaciones hacia EE. UU. o la sensibilidad de la economía a los precios de las materias primas.
3. Otro factor importante que explica la influencia de EE. UU. es el uso del dólar americano como medio de intercambio alrededor del mundo y como fuente de financiamiento del sistema bancario. Véase el artículo «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria», de este mismo Dossier.

Balance de los principales bancos centrales *

(% del PIB)



Nota: * Activos totales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y la Reserva Federal de St. Louis.

domésticas. Aunque, a corto plazo, la actividad de estas economías se beneficia de unas condiciones financieras favorables, estas no se adecúan a las necesidades domésticas de la economía, por lo que aumenta el riesgo de inestabilidad financiera y los efectos a medio y largo plazo pueden ser negativos, como lo acabó siendo la burbuja inmobiliaria que alimentó la anterior fase de crecimiento en algunas economías avanzadas. Además, como se explica en el artículo «Globalización bancaria y la transmisión internacional de la política monetaria» de este mismo Dossier, el sistema de bancos globales con el que se vehiculan parte de estos flujos de capital, mediante el cual una matriz bancaria obtiene recursos en economías avanzadas con condiciones crediticias laxas y los distribuye a sucursales o entidades locales en las economías emergentes, crea una fuente de riesgo sistémico. Sin embargo, los bancos centrales argumentan que sus medidas han sido clave para la recuperación de las economías y que las externalidades económicas serían mucho más negativas si EE. UU. tuviera un crecimiento más anémico o si la eurozona siguiera estancada.

Así pues, las externalidades de una política monetaria más laxa en los principales centros financieros globales se transmiten a través de un canal tradicional comercial y de un canal financiero que transmite las condiciones financieras laxas al resto del mundo. ¿Pero cuál es su importancia relativa? Según estimaciones de la Fed,⁴ en respuesta a medidas que reducen en 25 p. b. el tipo de interés a 10 años de la deuda americana: (i) la depreciación del dólar deprime el PIB del resto del mundo en un 0,05%, (ii) la demanda doméstica de EE. UU. aumenta en un 0,5%, estimula las importaciones y hace aumentar el PIB del resto del mundo en un 0,05%, y (iii) los tipos de interés extranjeros disminuyen en 10 p. b., lo que hace aumentar el PIB del resto del mundo en un 0,25%. Así, según las estimaciones de la Fed, actualmente el canal comercial tendría un efecto neto nulo. En consecuencia, las externalidades serían visibles solo a través del canal financiero que, aunque con un efecto positivo a corto plazo, introduce inestabilidad financiera a medio y largo plazo.

En conclusión, el papel dominante que ha tomado la política monetaria como herramienta para estimular las economías avanzadas ha reavivado el debate sobre sus externalidades internacionales. Actualmente, los vínculos financieros entre las economías se han estrechado hasta el punto que los flujos de capital y los activos de riesgo tienen importantes determinantes globales. Ello conlleva, en la práctica, una pérdida de la capacidad de implementar políticas monetarias independientes,⁵ por lo que es fundamental revisar las posibilidades de cooperación y coordinación dentro del sistema monetario internacional, algo que se analiza en el artículo «Políticas de coordinación del sistema monetario y financiero» de este mismo Dossier. Otra alternativa para paliar estas externalidades es que la política fiscal y las reformas estructurales contribuyan a estimular la economía y complementen en mayor medida la política monetaria.

Adrià Morron Salmeron

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

4. John Ammer, Michiel De Pooter, Christopher Erceg y Steven Kamin, 2016, «International Spillovers of Monetary Policy», Federal Reserve Board of Governors International Finance Discussion Papers Note.

5. Hélène Rey, 2015, «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence», NBER Working Paper.