

“BANCA CENTRAL: NUEVOS DESAFÍOS Y NUEVAS RESPUESTAS”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN EL 3^{er} SEMINARIO INTERNACIONAL DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR “DE LAS MONEDAS PRIVADAS A LA BANCA CENTRAL: 90 AÑOS DE POLÍTICA Y DESARROLLO ECONÓMICO DESDE LA CREACIÓN DEL BCE”. Quito, Ecuador, 25 de octubre de 2017.¹

Me siento muy honrado de participar en este Seminario Internacional conmemorativo de los 90 años de la creación del Banco Central del Ecuador. Mis sinceras felicitaciones a todo el personal de la Institución, y mi agradecimiento a los organizadores por la invitación a compartir algunos puntos de vista en este importante evento.

Estamos viviendo una etapa de mayor optimismo sobre la situación económica mundial, que al mismo tiempo viene acompañada de cambios profundos en el quehacer de los bancos centrales. Indudablemente, algunos de los ajustes más importantes se están observando en la implementación de la política monetaria en las economías avanzadas. Quisiera en esta oportunidad concentrar mi intervención en esta temática, a la que considero de enorme importancia, no solamente por las lecciones que puede implicar para nuestros institutos centrales, sino por las repercusiones que puede llegar a tener para la evolución de la economía mundial en los próximos años.

Tras haber alcanzado el año pasado su lectura más baja en el periodo posterior a la crisis financiera global de 2008-2009, se espera que la tasa de crecimiento del PIB global registre en 2017 un repunte que podría marcar el inicio de una

¹ Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la postura institucional del Banco de México o de su Junta de Gobierno en conjunto.

etapa de aceleración, si bien gradual y en niveles aún moderados, durante los próximos años. En adición al mayor ritmo de expansión que, en general, han venido mostrando las economías emergentes y en desarrollo, lo anterior obedece a un desempeño de las economías avanzadas que ha resultado mejor, tanto en su magnitud como en su cobertura, a lo previamente anticipado, sentando así bases más firmes para la recuperación económica mundial.

Naturalmente, esto ha dado también lugar a la expectativa y, en algunos casos, la materialización, del comienzo de un ciclo de esfuerzos orientados hacia la normalización de las posturas de política monetaria por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. Cabe recordar que, en respuesta a los efectos negativos de la crisis financiera global tanto en la inflación como en la actividad económica de sus respectivas economías, esos institutos centrales implementaron medidas de relajamiento monetario de una magnitud y alcance sin precedentes. Por una parte, las tasas de interés de referencia fueron reducidas a niveles cercanos, y en algunos casos incluso inferiores, a cero por ciento. Asimismo, como resultado de los programas de compra de activos puestos en marcha, el tamaño de sus hojas de balance se expandió significativamente, pasando de cifras previas a la crisis equivalentes al 10 por ciento del PIB de las economías de Estados Unidos, Japón, la zona del euro y el Reino Unido en su conjunto, a 37 por ciento en la actualidad.

Si bien es posible anticipar que la normalización de la política monetaria en estas economías se dará de manera gradual y a lo largo de un periodo relativamente prolongado, también cabe esperar cierta diferenciación en términos tanto de su ritmo de avance como del orden específico con que las distintas medidas de estímulo irán siendo retiradas. En efecto, a la fecha, el

mayor progreso es el que ha mostrado la Reserva Federal de Estados Unidos ya que, además de haber incrementado en 100 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales desde finales de 2015, también ha iniciado, a partir de este mes, la reducción del tamaño de su hoja de balance.

Asimismo, aun cuando el Banco Central Europeo ha sido claro en cuanto a la posibilidad de extender, ya sea en magnitud y/o en duración, su programa de compra de activos en caso de considerarlo necesario, también ha indicado que tan pronto como este otoño podrían tomarse algunas decisiones para iniciar su disminución. Por su parte, el Banco de Inglaterra ha señalado que, si la economía mantiene una evolución congruente con reducciones adicionales de su capacidad ociosa y un incremento de las presiones inflacionarias, su postura monetaria podría requerir de un endurecimiento en los próximos meses.

En principio, estas acciones contribuyen a fortalecer el sentimiento de mayor optimismo respecto de la trayectoria de la economía mundial en años venideros. Por una parte, en la medida en que se encuentre bien sustentada, la normalización de las posturas de política monetaria de estos bancos centrales sería reflejo de un fortalecimiento sostenible de la actividad económica en sus respectivos países. Por otra parte, una menor laxitud monetaria permitiría atenuar riesgos latentes para la estabilidad financiera global, derivados de la toma de riesgos por parte de inversionistas internacionales en busca de mayores rendimientos, así como de elevados niveles de endeudamiento en diversas economías y sectores, inducidos por un ambiente de bajas tasas de interés.

Sin embargo, la normalización de la política monetaria en los países avanzados viene acompañada también de retos importantes, con posibles repercusiones adversas en la economía mundial y, consecuentemente, con un impacto potencial significativo en las economías emergentes y en desarrollo. Quisiera a continuación referirme a algunos de los principales entre ellos.

En primer lugar, la normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas implicará un apretamiento de las condiciones financieras globales. Las presiones a la baja en los rendimientos de activos de bajo riesgo introducidas por el pronunciado relajamiento monetario de los principales bancos centrales durante los últimos años, tanto por el lado de reducciones en sus tasas de referencia como por las compras de bonos gubernamentales efectuadas, han conllevado una simultánea compresión en las correspondientes primas por plazo y otros riesgos. Cabe señalar a manera de ejemplo que un estudio reciente de la Reserva Federal estima que, como resultado de las medidas de estímulo cuantitativo puestas en marcha en ese país, la prima por plazo correspondiente a los bonos del Tesoro a 10 años mostraba una compresión cercana a 100 puntos base hacia finales de 2016.²

Naturalmente, es de esperarse que este proceso se revierta conforme el estímulo monetario se retire, pero existe un elevado nivel de incertidumbre en cuanto a la magnitud y la velocidad del ajuste. Lo anterior en virtud de las circunstancias especiales en que este se dará, particularmente como resultado del tamaño de las hojas de balance de los respectivos bancos centrales, la

² Ver Bonis, Brian, Jane Ihrig, y Min Wei (2017): “The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates”, FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, April.

intensidad y duración del periodo de relajamiento monetario, y la ausencia de precedentes históricos.

Asimismo, el referido entorno de bajas tasas de interés, aunado a la relativa escasez de activos considerados seguros en las economías avanzadas, ha inducido una reasignación de los portafolios de inversionistas internacionales hacia instrumentos más rentables pero también de mayor riesgo, incluyendo los de economías emergentes y en desarrollo. En efecto, de acuerdo con estimaciones recientes del Fondo Monetario Internacional,³ alrededor del 85 por ciento (unos 315 mil millones de dólares) de los flujos de capital de cartera a las economías emergentes acumulados desde 2010 pueden ser atribuidos a factores externos, tales como el apetito global por riesgo, las medidas de estímulo cuantitativo por parte de la Reserva Federal y las expectativas respecto de la política monetaria a implementar por ese Instituto Central.

Por tanto, es lógico anticipar que la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas dé lugar a movimientos en sentido opuesto de estos flujos, tendencia que podría verse acentuada por la posible sobrevaloración de algunos activos en las economías emergentes. Asimismo, ante una situación de condiciones financieras más apretadas, las vulnerabilidades que todavía afectan a diversas economías de este grupo pueden hacerse más evidentes.

En segundo lugar, a las complicaciones que lo anterior representa para el manejo de la política monetaria, cabe agregar una serie de elementos de incertidumbre derivados de cambios de naturaleza posiblemente estructural en la economía mundial. En particular, quisiera destacar la disminución que a

³ International Monetary Fund (2017): “Global Financial Stability Report”, October.

lo largo de las últimas décadas han registrado las tasas de interés reales, tanto en las economías emergentes como, en particular, en las avanzadas.

Si bien este fenómeno ha sido ampliamente estudiado, no existe una explicación clara de la importancia relativa de sus determinantes.⁴ Así, el bajo nivel de las tasas de interés reales parece ser atribuible a una diversidad de factores actuando de manera simultánea. Entre estos se ha destacado el papel de los patrones de ahorro e inversión a nivel global (resultado por ejemplo del elevado crecimiento del ingreso en las economías emergentes, el declive de la inversión como proporción del producto en economías avanzadas o aspectos demográficos), y de la interacción de la demanda y oferta de activos considerados seguros (propiciado por factores como la acumulación de reservas internacionales en las economías emergentes o una regulación financiera más estricta). Si bien la relevancia de algunos de estos elementos, entre ellos la existencia de un exceso de ahorro a nivel global, parece estar disminuyendo, y en el caso de otros se anticipa que muestren cierta reversión en lo sucesivo, en general se considera poco probable que en el largo plazo las tasas de interés reales a escala global alcancen niveles cercanos a los observados, por ejemplo, en las décadas finales del siglo pasado.

La perspectiva de tasas de interés reales por debajo de su promedio de largo plazo, en combinación con una tasa de inflación reducida, apunta a un panorama de tasas de interés nominales relativamente bajas en los próximos años. No obstante los incrementos que cabe esperar como resultado del

⁴ Ver, por ejemplo, International Monetary Fund (2014): “Perspectives on Global Real Interest Rates”, Capítulo 3 de “World Economic Outlook”, April; Carney, Mark (2017): “[De]Globalisation and Inflation”, 2017 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, September; y Goodhart, Charles y Manoj Pradhan (2017): “Demographics Will Reverse Three Multi-decade Global Trends”, BIS Working Paper No. 656, August.

referido proceso de normalización, lo anterior plantea importantes retos para el manejo de la política monetaria, en virtud de las dificultades que existen para reducir las tasas de interés de corto plazo por debajo de cero. En otras palabras, bajo estas circunstancias se reducen considerablemente los márgenes de maniobra necesarios para hacer frente tanto a desaceleraciones pronunciadas de la actividad económica como a presiones deflacionarias.

Por supuesto, una posibilidad es recurrir nuevamente a los mensajes del banco central sobre la orientación de la política monetaria (“forward guidance”), así como al despliegue de medidas de estímulo cuantitativo como las adoptadas en los últimos años, aunque esto último enfrenta el riesgo de propiciar los efectos adversos ya mencionados. Otras opciones sobre la mesa incluyen el establecimiento de metas para la curva de rendimientos (implementado, con poco impacto sobre la inflación hasta ahora, por el Banco de Japón), la definición de objetivos de inflación más elevados (que puede verse como incompatible con el mandato de los bancos centrales o bien poco creíble en virtud de las dificultades que se han tenido para alcanzar, incluso, los actuales) y la introducción de metas para el nivel de precios (de difícil implementación y con serios retos de comunicación).⁵ Este es indudablemente un tema crucial para la implementación de la política monetaria en las economías avanzadas, para el que todavía no existe una respuesta.

En tercer lugar, es importante tomar en cuenta que, como señalé con anterioridad, un ambiente de bajas tasas de interés también puede tener

⁵ Ver Blanchard, Olivier y Lawrence Summers (2017): “Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future”, y Bernanke, Ben (2017): “Monetary Policy in a New Era”, documentos presentados en la conferencia “Rethinking Macroeconomic Policy” del Peterson Institute for International Economics, October.

implicaciones para el funcionamiento y la estabilidad de los sistemas financieros. En particular, el recorte de las tasas de interés de corto plazo puede incentivar una toma excesiva de riesgos, especialmente en un contexto en el que algunos intermediarios y otros participantes del sistema perciben una alta disposición o, incluso, la obligación del banco central de proveer financiamiento y liquidez de emergencia en su función como prestamista de última instancia.⁶

Si bien la investigación sobre los distintos elementos relacionados con la estabilidad financiera ha aumentado de manera importante a raíz de la crisis financiera global, el nivel de conocimiento sobre el tema continúa siendo relativamente modesto. Lo anterior se manifiesta también en la dificultad que existe todavía para llegar a conclusiones que pudieran considerarse definitivas, en cuanto al papel que la política monetaria debe asumir en la contención de riesgos en el sistema financiero. No obstante, y resaltando el carácter todavía preliminar tanto de la evidencia como de los desarrollos teóricos de los últimos años, el punto de vista dominante parece inclinarse hacia una postura en contra del uso activo de la política monetaria para propósitos de estabilidad financiera, entre otros motivos debido a las limitaciones para identificar burbujas financieras, los rezagos con los que opera la política monetaria y su impacto más allá del sistema financiero. En este contexto, se ha argumentado que la responsabilidad principal debe recaer en políticas micro y macroprudenciales, que por su naturaleza están más directamente enfocadas

⁶ Ver Weidmann, Jens (2017): "Monetary Policy after the Crisis", IMFS Distinguished Lecture, September; Diamond, Douglas y Raghuram Rajan (2012): "Illiquid Banks, Financial Stability, and Interest Rate Policy", *Journal of Political Economy*, 120(3):552-591; y Farhi, Emmanuel y Jean Tirole (2012): "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts", *American Economic Review* 102(1):60-93.

en el objetivo de estabilidad financiera. Por otra parte, ante las numerosas interrogantes que todavía persisten en este campo, es importante estar conscientes de las limitantes que enfrenta la toma de decisiones de política y mantener una posición abierta a futuros avances.⁷

En cuarto lugar, las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas han visto complicada la tarea de evaluar de manera precisa los determinantes de la inflación en sus economías, en un contexto en el que esta se mantiene baja, en concurrencia con indicadores de empleo y actividad económica que han continuado fortaleciéndose. En la actualidad, la llamada “curva de Phillips”, que establece los cambios en la tasa de crecimiento de los precios o los salarios que podrían ser esperados como consecuencia de reducciones en los niveles de desempleo o, más generalmente, de una mayor utilización de recursos en la economía, representa una pieza fundamental en la implementación de la política monetaria de numerosos bancos centrales.

Sin embargo, esta relación parece haberse debilitado en el transcurso de las últimas décadas como resultado de una combinación de factores. Entre estos, se ha señalado el papel de la globalización, al permitir que la holgura en el mercado laboral global cobre mayor relevancia que aquella en el interno, especialmente en un contexto en el que el progreso tecnológico facilita el traslado de la producción de bienes y servicios a lugares con amplios recursos

⁷ Ver International Monetary Fund (2015): “Monetary Policy and Financial Stability”, IMF Policy Paper, September; y Haldane, Andrew, David Aikman, Sujit Kapadia y Marc Hinterschweiger (2017): “Rethinking Financial Stability”, documento presentado en la conferencia “Rethinking Macroeconomic Policy” del Peterson Institute for International Economics, October.

disponibles y a un costo inferior.⁸ Esto se refleja en la reducida capacidad de productores y trabajadores (o sindicatos) para incrementar precios y salarios, respectivamente, ante la latente competencia proveniente del exterior. También se ha destacado el efecto de la exitosa implementación de estrategias antiinflacionarias en numerosas economías, que ha diluido el impacto sobre los precios de episodios de menor holgura en la economía. Además, algunos autores han subrayado que la reactivación en el empleo que se ha observado en los últimos años parece haberse concentrado en sectores de más baja remuneración, conteniendo así el incremento promedio en los salarios, en tanto que otros no descartan la posibilidad de reducciones en la tasa natural de desempleo como resultado, por ejemplo, de reformas en el mercado laboral o de cambios demográficos.⁹

Como es obvio, las dificultades para precisar los determinantes de la inflación acentúan los márgenes de error en la implementación de la política monetaria e incrementan la posibilidad de ajustes sorpresivos. Asimismo, el aparente debilitamiento de la relación entre inflación y desempleo de la curva de Phillips ha dado lugar a una discusión respecto de los méritos de mantener tasas de interés muy bajas, ante circunstancias en las que la holgura en el mercado laboral parece tener poco impacto sobre la inflación, y el mantenimiento de políticas monetarias muy relajadas puede dar lugar a riesgos para la

⁸ Sin embargo, se ha señalado que el sustento empírico para esta hipótesis parece ser débil en el caso de Estados Unidos y otras economías avanzadas. Ver Yellen, Janet (2017): "Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy", Remarks at the 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, September.

⁹ Ver, por ejemplo, Leduc, Sylvain y Daniel Wilson (2017): "Has the Wage Phillips Curve Gone Dormant?", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter No. 2017-30, October; y Aaronson, Daniel, Luoqia Hu Arian Seifoddini y Daniel Sullivan (2015): "Changing Labor Force Composition and the Natural Rate of Unemployment", Chicago Fed Letter No. 338.

estabilidad financiera.¹⁰ La situación se complica todavía más por la posibilidad de que la tasa neutral de interés (es decir, aquella que permite que la economía opere a plena capacidad sin presiones inflacionarias) en las economías avanzadas haya disminuido considerablemente en los últimos años, elevando aún más la complejidad técnica inherente a la estimación de esta variable.

En quinto lugar, el entorno de tasas de inflación persistentemente bajas, particularmente en las economías avanzadas, ha propiciado el surgimiento de dudas sobre los méritos de la independencia de los bancos centrales en estos países. Esto, principalmente con el argumento de que la motivación fundamental para dotar a las instituciones responsables de la política monetaria de independencia, a saber, la eliminación de los incentivos para estimular el empleo y la actividad económica a costa de la estabilidad de precios, podría haber perdido validez bajo las circunstancias actuales.¹¹ La independencia de los bancos centrales también ha sido cuestionada ante la desfavorable evolución de la actividad económica en las economías avanzadas después de la crisis financiera global, así como por el planteamiento de que, bajo los esquemas de relajamiento cuantitativo, la distinción entre la política monetaria y la fiscal se ha vuelto más tenue, sin que la primera cuente con la legitimidad derivada de la aprobación por parte de órganos sujetos a un proceso electoral.

¹⁰ Ver Borio, Claudio (2017): "Through the Looking Glass", OMFIF City Lecture, September.

¹¹ Ver Eggertsson, Gauti (2013): "Fiscal Multipliers and Policy Coordination", en Céspedes, Luis y Jordi Galí (eds.), "Fiscal Policy and Macroeconomic Performance", pp. 175-234.

Al respecto, diversos autores han señalado lo siguiente:¹² a) las decisiones de política monetaria deben ser tomadas de manera oportuna en un ambiente de condiciones, tanto económicas como financieras, continua y rápidamente cambiantes. Someter la política monetaria a un proceso de escrutinio y discusión política como el que típicamente acompaña a otras decisiones de política económica le restaría efectividad; b) un banco central independiente cuenta con la visión de largo plazo y ajena al ciclo político, indispensable a la luz de los rezagos con los que la política monetaria opera en la economía; c) el logro de la credibilidad institucional del banco central necesaria para una implementación eficiente de la política monetaria es más difícil en ausencia de dicha independencia; d) es precisamente la independencia de los bancos centrales lo que ha permitido poner en marcha las medidas requeridas para atenuar los costos de la crisis financiera global; e) la experiencia de años recientes demuestra que la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, cuando es necesaria y justificada, no se ve impedida por el hecho de que el banco central opere de manera independiente.

En suma, a pesar de la mejora reciente de la economía mundial y un panorama en general más alentador, los retos a los que hace frente la política monetaria en las economías avanzadas dan lugar a interrogantes sobre la capacidad de sus bancos centrales para sortear choques de distinta naturaleza, así como sobre la posibilidad de que sus mismas respuestas de política monetaria se conviertan en un factor de desestabilización a nivel global. No obstante, considero que es posible identificar algunas acciones concretas que podrían

¹² Ver, por ejemplo, Bernanke, Ben (2017): "Monetary Policy in a New Era", documento presentado en la conferencia "Rethinking Macroeconomic Policy" del Peterson Institute for International Economics, October; y Walsh, Carl (2011): "Central Bank Independence Revisited", *Economic Papers* 30(1):18-22, March.

adoptarse en estos países con miras a favorecer un comportamiento más ordenado tanto de sus economías, como de la mundial:

- La implementación de estrategias de comunicación claras y efectivas sobre las acciones de política monetaria. Como se ha señalado, una de las principales fuentes de ansiedad en los mercados se deriva de las potenciales implicaciones del proceso de ajuste de tasas de interés y la salida de las medidas de estímulo cuantitativo puestas en marcha por los principales bancos centrales de este grupo. En la medida en que los cambios en sus respectivas posturas sean adecuadamente comunicados al público, el riesgo de episodios de alta volatilidad y ajuste desordenado en los mercados se vería atenuado.
- La adopción de enfoques de política más balanceados. Las complejidades que caracterizan el entorno que actualmente enfrentamos obedecen en buena medida a una dependencia excesiva en la política monetaria para procurar la recuperación de la actividad económica y combatir las presiones deflacionarias. De hecho, de haberse recurrido a una distribución más equilibrada de la carga del ajuste entre los distintos instrumentos de política, tanto la disminución requerida de las tasas de interés como los efectos no deseados sobre la economía mundial habrían sido menores. Es cierto que muchas economías avanzadas no cuentan con espacio fiscal. Sin embargo, lo anterior no es aplicable a todas ellas, particularmente bajo las condiciones actuales de bajas tasas de interés.¹³ El margen de acción es

¹³ Ver Auerbach, Alan y Yuriy Gorodnichenko (2017): “Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability”, NBER Working Paper No. 23789, September.

mucho más alto en el ámbito del cambio estructural, ya que los esfuerzos al respecto en este grupo de países dejan mucho que desear.

- Una mayor conciencia de las repercusiones, a nivel global, de sus acciones de política. Lo anterior, no solo en virtud de los ya mencionados efectos indirectos que estas pueden generar, particularmente en las economías emergentes y en desarrollo, sino también en el propio interés de las economías avanzadas, tomando en consideración la posibilidad de efectos “búmeran”. Lo anterior implica, naturalmente, impulsar mayores esfuerzos de investigación que permitan obtener conclusiones robustas y de aplicabilidad directa para la política económica.

Para concluir, solo quisiera señalar que los retos que están enfrentando los bancos centrales de los países avanzados pueden dejar lecciones de gran relevancia para las economías emergentes y en desarrollo. Si bien la problemática que enfrentan las autoridades monetarias de estos dos grupos de países difiere en múltiples esferas, en otras su naturaleza es similar. Tal es el caso, por ejemplo, de las dudas existentes sobre las políticas idóneas para preservar la estabilidad financiera, o la más tenue relación entre inflación y desempleo, que parece también estar presente en algunas economías emergentes. Considero que es necesario, además, tomar nota de los desafíos que pueden surgir para la independencia de los bancos centrales en nuestros países, ya sea por cuestionamientos sobre el manejo de la política monetaria como en las economías avanzadas o simplemente como un reflejo de presiones de esta índole en esas naciones. Adicionalmente, las economías emergentes y en desarrollo deben participar en los esfuerzos por contar con

un fundamento analítico más sólido sobre las repercusiones de medidas de política económica en las economías avanzadas sobre el resto del mundo.

Y lo que resulta aun más urgente. Ante los desafíos señalados y otros bien conocidos factores de riesgo, tanto de naturaleza económica como política, para el desempeño económico mundial a corto y largo plazo, es indispensable que las economías emergentes y en desarrollo aprovechen el espacio brindado por las circunstancias actuales en la economía mundial para fortalecer sus fundamentos económicos. Indudablemente, los esfuerzos realizados en años recientes han mejorado las bases de crecimiento y la capacidad de muchas de estas economías para hacer frente a choques. Sin embargo, también es cierto que la tarea está incompleta, y que todavía son demasiados los casos en los que se observan desequilibrios macroeconómicos importantes y un rezago considerable en materia de ajuste estructural.