



I EL PAPEL DEL BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES EN LA POLÍTICA MONETARIA

En este artículo se analiza el uso del balance de los bancos centrales como instrumento de política monetaria, prestando especial atención a la experiencia del BCE, pero describiendo también la de otras autoridades monetarias. Desde que comenzó la crisis financiera en 2007-2008, los bancos centrales han utilizado sus balances para llevar a cabo diversas intervenciones, modificando su tamaño y su composición en distinta medida. Algunas de estas intervenciones han consistido en operaciones para proporcionar «financiación asegurada» a las entidades de contrapartida, medidas de relajación crediticia para facilitar o mejorar la transmisión de la orientación de la política monetaria en un contexto de deterioro de los mercados, y compras de valores a gran escala para incrementar el grado de acomodación de la política monetaria en momentos en los que los tipos de interés nominales a corto plazo se encuentran en su límite inferior efectivo.

Para cumplir con su mandato de mantener la estabilidad de precios, el BCE ha implementado todas estas medidas, incluidas las adquisiciones de valores del sector público a gran escala mediante la introducción del programa ampliado de compra de activos a principios de este año. De esta forma, el uso del balance del Eurosistema ha pasado de un enfoque relativamente pasivo, en el que la provisión de liquidez se determina en función de las necesidades de las entidades de contrapartida del Eurosistema, a una gestión más activa del tamaño y de la composición de los activos del balance con el fin de garantizar un grado adecuado de acomodación monetaria.

INTRODUCCIÓN

Los programas de compras de activos del BCE han supuesto un uso más activo del balance del Eurosistema tendente a cumplir el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios. En septiembre y en noviembre de 2014, el BCE empezó a realizar adquisiciones de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos (ABS), respectivamente. En enero de 2015 decidió ampliar los programas de compras de activos para incluir adquisiciones en mercados secundarios de valores emitidos por el sector público en la zona del euro. Estas compras constituyen otro ejemplo de la utilización del cambio de tamaño y de composición del balance del Eurosistema como instrumento para cumplir el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios.

Durante la crisis, los bancos centrales de todo el mundo fueron más allá de sus marcos de actuación tradicionales para utilizar sus balances como instrumento de política monetaria. Las autoridades monetarias han utilizado sus balances cuando la escasez de liquidez y el deterioro de los mercados, consecuencia de las elevadas primas de liquidez y de riesgo de crédito, han dificultado la transmisión de la orientación de la política monetaria pretendida, y también cuando ha sido necesaria una relajación adicional de la orientación en momentos en los que los tipos de interés nominales a corto plazo se encontraban en su límite inferior efectivo. La calibración explícita y activa del tamaño y de la composición del balance del banco central como instrumento de política monetaria ha sido una novedad en muchos aspectos, ya que dentro de los actuales marcos de actuación de los bancos centrales —pese a todas las diferencias en las estructuras económicas y financieras y en las tradiciones en materia de banca central en las distintas jurisdicciones—, las autoridades monetarias tratan de cumplir sus mandatos principalmente mediante la fijación de un objetivo operativo para el tipo de interés a corto plazo. En estos marcos, el balance del banco central desempeña un papel secundario.

En este artículo se analiza el papel del balance de los bancos centrales como instrumento de política monetaria¹, prestando especial atención a las políticas del BCE. En la sección 2 se ofrece una visión general de las distintas formas que tienen las autoridades monetarias de utilizar sus balances. La sección 3 se centra en la experiencia de la zona del euro, con un recuadro en el que se describe la evolución reciente del balance del Eurosistema. En la sección 4 se exponen las conclusiones.

CONCLUSIONES

En los últimos años, el balance de los bancos centrales —su tamaño y su composición— ha surgido como un instrumento de política monetaria flexible. Desde el comienzo de la crisis financiera mundial, las autoridades monetarias han ido cada vez más allá de sus procedimientos de actuación tradicionales para hacer un uso más intensivo del balance del banco central como instrumento de política monetaria. En muchas jurisdicciones, la utilización del balance del banco central a lo largo del tiempo ha marcado la transición de una provisión de liquidez a la carta reactiva, o pasiva, con un margen limitado para influir en la situación financiera general, a una actuación activa o controlada, en un intento de influir en dicha situación. Por tanto, además del papel tradicional que desempeñan las autoridades monetarias como proveedor último de financiación asegurada en respuesta a tensiones financieras, el balance del banco central también se ha utilizado para hacer frente a los fallos en la transmisión de la política monetaria, así como para incrementar el grado de acomodación de la política monetaria cuando los tipos de interés nominales a corto plazo se encuentran en su límite inferior efectivo. En resumen, el balance del banco central ha demostrado ser una herramienta flexible para abordar distintas necesidades en materia de política monetaria.

No obstante, teniendo en cuenta que el balance de los bancos centrales es un instrumento de política monetaria muy flexible, cabe realizar una observación importante: una unidad de liquidez puede tener efectos muy diferentes en una determinada jurisdicción a lo largo del tiempo, y en distintas jurisdicciones en un mismo momento. En una economía dada, la autoridad monetaria puede utilizar el balance para conseguir diversos efectos a lo largo del tiempo, dependiendo de las circunstancias, como ciertamente ha sido el caso en los últimos años. Además, las diferentes estructuras económicas y financieras, así como los distintos procedimientos de actuación, requerirán distintos tipos de intervención en las diferentes economías en términos de tamaño y composición del balance. Estas consideraciones previenen contra la realización de comparaciones excesivamente simplistas de los balances de los bancos centrales.

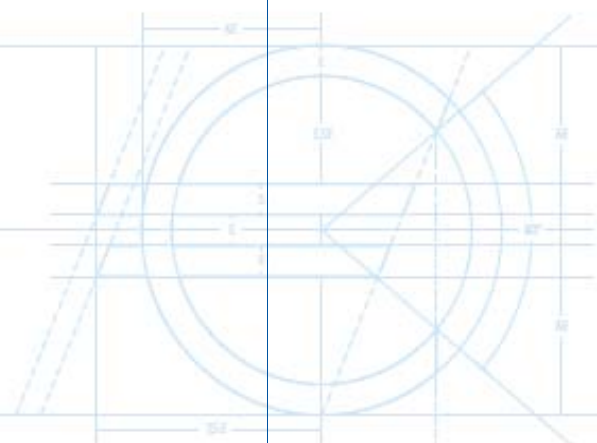
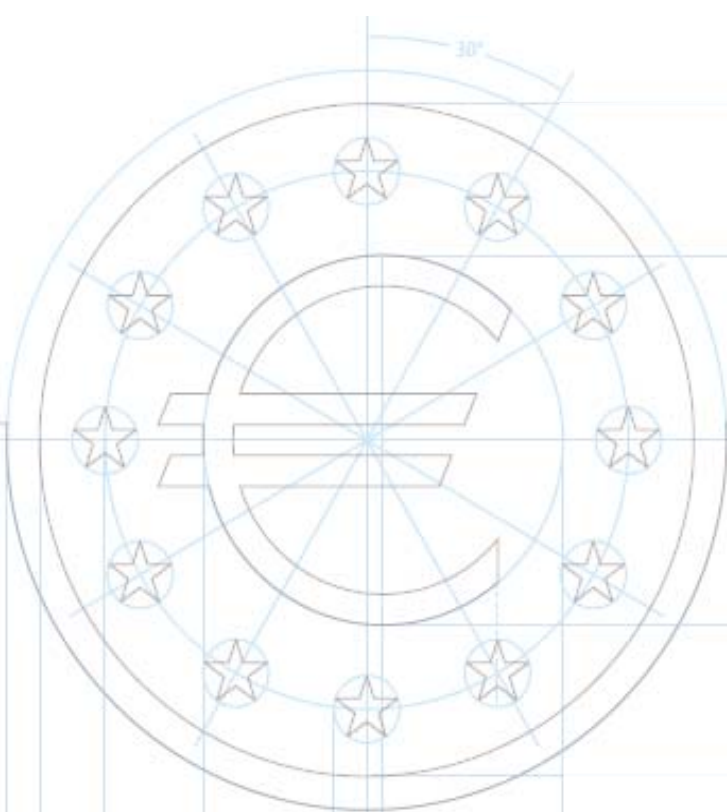
En los últimos años, el BCE ha utilizado ampliamente el balance del Eurosistema para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. El uso del balance del Eurosistema ha seguido una trayectoria similar a la observada en otras jurisdicciones. La mayor provisión de liquidez en las etapas iniciales de la crisis financiera (mediante un incremento de la adjudicación en las operaciones de financiación) fue seguida de la financiación a plazo y de la financiación asegurada (con las operaciones de financiación a plazo más largo llevadas a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena) que, a su vez, fueron seguidas de medidas para reforzar la transmisión (el SMP, las TLTRO, el CBPP1 y el CBPP2). El BCE ha introducido recientemente un nuevo programa de adquisición de bonos garantizados y nuevos programas de compra de bonos de titulación de activos y

1 El balance de un banco central es un estado financiero en el que se registran los activos y pasivos resultantes de los instrumentos de política monetaria y de factores autónomos (por ejemplo, depósitos de las Administraciones Públicas y billetes). Los instrumentos de política monetaria son los contratos financieros que formaliza un banco central para conseguir sus objetivos. Los diferentes tipos de contrato financiero (por distintos importes nominales), más que el balance del banco central en sí mismo, son los que tienen implicaciones sobre los precios de los mercados financieros y la economía. No obstante, en este artículo se sigue la práctica establecida y se hace referencia al balance de los bancos centrales como instrumento de política monetaria.

de valores del sector público. Estos programas han sido diseñados para reforzar la transmisión a la economía real y proporcionan una amplia relajación adicional de la orientación de la política monetaria con unos tipos de interés nominales a corto plazo que se encuentran en su límite inferior efectivo.

Las compras simples de activos muestran la determinación del BCE de lograr su objetivo principal, mejorando los efectos de señalización y generando efectos de reajuste de carteras que se extienden a todos los activos. Esto debería contribuir a mejorar la financiación y el crecimiento económico y, en última instancia, a conseguir un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación que sea compatible con el objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.



2 LA SUPERVISIÓN QUE EJERCE EL FMI SOBRE LA ZONA DEL EURO Y LOS PAÍSES QUE LA INTEGRAN

La supervisión que ejerce el FMI comprende el seguimiento de las políticas económicas y financieras de sus países miembros y de la economía mundial, así como la identificación de los posibles riesgos para la estabilidad y la prestación de asesoramiento sobre los necesarios ajustes de las políticas. En los últimos años, el FMI ha mejorado notablemente su supervisión en general, incluida la que ejerce sobre la zona del euro y los países que la integran. Ha respondido a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis en los mercados financieros mundiales y en algunos países de la zona del euro con varias iniciativas nuevas y con la mejora de las prácticas en ámbitos clave. Estos cambios son el resultado de unos ejercicios de reflexión crítica por parte del FMI, de los cuales la revisión de la supervisión realizada en 2011 fue posiblemente el más fundamental. Al mismo tiempo, sigue habiendo margen de maniobra para continuar mejorando la supervisión que ejerce la institución e introducir cambios adicionales para hacerla más eficaz y ajustarla mejor a las circunstancias de las economías pertinentes, sobre todo en vista de los recientes y significativos ajustes del marco de las políticas en el seno de la propia UE /zona del euro.

El objetivo del presente artículo es analizar la supervisión que ejerce el FMI sobre la zona del euro y los países que la integran tras los últimos cambios. Se considera asimismo la interacción entre los marcos de supervisión de la UE y del FMI en relación con la zona del euro. Dado que el artículo se centra en las actividades ordinarias de supervisión del FMI, no se examina la supervisión en el contexto de los programas de préstamo.

INTRODUCCIÓN

El FMI ha adoptado una serie de medidas en los últimos años a fin de reforzar el marco de su supervisión así como sus instrumentos. Los exámenes trienales de la supervisión (ETS) que realiza la institución han sido cruciales en este proceso. El ETS de 2011, por ser el primero de esos exámenes exhaustivos tras el inicio de la crisis financiera global, fue particularmente importante. En él se identificaron las principales prioridades que, desde entonces, los funcionarios del FMI han tratado de llevar a la práctica. Dichas prioridades afectan a los aspectos siguientes: i) la interdependencia entre los países; ii) la evaluación de riesgos; iii) la estabilidad financiera; iv) la estabilidad externa, y v) el grado de influencia de la supervisión. Además, en 2012 se actualizó la base jurídica de la supervisión con la adopción de la Decisión sobre la Supervisión Integrada (DSI), que permite al FMI evaluar todas las políticas relevantes para la estabilidad externa e interna de un país miembro y tener en cuenta los efectos de desbordamiento (los efectos derivados hacia dentro y hacia fuera) y las interacciones de las políticas entre unos países y otros. La adopción de una Estrategia de Supervisión Financiera fue también un paso importante para mejorar la identificación de los riesgos y el análisis de las políticas en el sector financiero y promover una visión integrada de los riesgos del sector financiero en productos e instrumentos.

En 2014 el FMI realizó su ETS más reciente, que se estructuró en torno a tres aspectos: i) integración y profundización de los análisis de riesgos y efectos de desbordamiento; ii) asesoramiento en materia de políticas más personalizado y experto, y iii) logro de un mayor impacto. Por lo que respecta al primer aspecto, el examen puso de manifiesto que todavía existe un amplio margen de maniobra para explorar las sinergias entre la supervisión bilateral y la multilateral. Además, los técnicos

del FMI consideraron necesario profundizar en la comprensión de cómo se distribuye el riesgo entre los países y como se propagan los efectos de desbordamiento entre los sectores. En cuanto al segundo aspecto, se llamó la atención sobre la importancia de adaptar el asesoramiento a las circunstancias de cada país. Asimismo, para potenciar el asesoramiento en materia de políticas, el personal técnico del FMI consideró que valía la pena seguir apoyándose en la forma en que el FMI entiende la política macroprudencial y hacer hincapié en las implicaciones de las reformas estructurales críticas desde el punto de vista macro, en consonancia con su mandato. En relación con el tercer aspecto, los técnicos del FMI subrayaron la necesidad de una comunicación más franca y focalizada en el cliente.

Basándose en un informe reciente del Grupo de Trabajo sobre cuestiones relacionadas con el FMI del Comité de Relaciones Internacionales del Sistema Europeo de Bancos Centrales, se analiza en este artículo cómo ha variado la supervisión que ejerce el FMI sobre la zona del euro y los países que la integran desde la elaboración del decisivo ETS de 2011. En la sección 2 se describe el marco de supervisión del FMI para la zona del euro y los países que la integran y se analiza su interacción con el propio marco de supervisión de la UE/zona del euro, que también se ha reformado sustancialmente en el pasado reciente. En la sección 3 se examinan los resultados de la supervisión del FMI sobre la zona del euro y sus países miembros después de la crisis en relación con los aspectos prioritarios antes mencionados. Se estudian también las implicaciones de la unión bancaria europea para la supervisión que ejerce el FMI. En la sección 4 se consideran los aspectos específicos de la supervisión del FMI en relación con el marco de las políticas de la UEM y, en la sección 5, se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

El FMI ha mejorado significativamente la supervisión que ejerce sobre la zona del euro y los países que la integran en consonancia con las sugerencias del decisivo examen trienal de la supervisión de 2011. En general, los mensajes se han tornado más coherentes y focalizados en los distintos productos de supervisión. En el caso de los países de la zona del euro, ahora existe una mayor integración entre la supervisión a nivel bilateral y de la zona en su conjunto, mientras que los análisis a ambos niveles se basan en ejercicios multilaterales como los *External Sector Reports* (informes sobre el sector exterior) y los *Spillover Reports* (informes sobre los efectos de desbordamiento). En lo que respecta a todos los países de la zona del euro, existe una mejor integración entre los informes del Artículo IV y los Programas de Evaluación del Sector Financiero (PESF) nacionales. Además, en los informes sobre las consultas del Artículo IV de casi todos los países de la zona del euro se utilizan ahora matrices de evaluación de riesgos en los que aparecen los riesgos, los canales de transmisión y las opciones en materia de políticas. El seguimiento de las recomendaciones formuladas con anterioridad en el marco del asesoramiento ha mejorado gracias a la inclusión, desde 2012, de recuadros específicos en la mayor parte de los informes del Artículo IV. Finalmente, el FMI también se ha mostrado muy activo formulando sugerencias sobre la arquitectura institucional de la UEM, propugnando una mayor integración financiera y fiscal en cada uno de los informes recientes sobre la zona del euro y asesorando respecto a la creación de una unión bancaria europea. No obstante, sigue habiendo margen de mejora para la supervisión de la zona del euro y de cada uno de los países que la integran. Todavía falta un poco para implementar en su integridad las recomendaciones del ETS de 2011 para que la supervisión que ejerce el FMI resulte más eficaz y ajustada a las circunstancias específicas de las economías pertinentes, sobre todo en vista de los recientes y significativos ajustes del marco de la supervisión en el seno de la propia UE /zona del euro.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

3 LA PREVISIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Las previsiones del precio del petróleo son un elemento fundamental de las proyecciones macroeconómicas, especialmente debido al impacto que tienen estos precios en la inflación y en el producto y, por tanto, en la política monetaria. La utilización de futuros para elaborar previsiones de los precios del crudo proporciona una herramienta de predicción simple y transparente que es fácil de comunicar. No obstante, los futuros son un reflejo imperfecto de las expectativas de los mercados y han contribuido a que en el pasado se hayan cometido importantes errores de predicción de la inflación medida por el IAPC. En este artículo se presenta un enfoque para comparar los riesgos asociados a las previsiones basadas en futuros con una combinación de modelos que produce menos errores de predicción y es más robusta ante cambios en la evolución de los precios del petróleo.

INTRODUCCIÓN

La evolución futura de los precios del petróleo tiende a ser un destacado factor condicionante de las proyecciones macroeconómicas sobre el producto y la inflación. Por lo que respecta a la inflación, la trayectoria de los precios del petróleo determina tanto el impacto directo a través de los precios de los productos energéticos que los hogares consumen directamente, como los combustibles para transporte, como el efecto indirecto vía los costes de producción de los bienes y servicios finales. Históricamente, gran parte de la variabilidad de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha tenido su origen en cambios en el componente energético. En cuanto al producto, el impacto de la evolución de los precios del petróleo procede fundamentalmente de las variaciones asociadas de la renta real disponible de los hogares y las empresas y de sus repercusiones en el gasto en consumo e inversión.

La evolución reciente de los precios del petróleo ha puesto de manifiesto la dificultad de pronosticar dicha evolución. Aunque los precios del petróleo se mantuvieron prácticamente estables entre 2011 y mediados de 2014, cayeron más del 50 % entre finales de junio de 2014 y mediados de enero de 2015, debido al exceso de oferta en el mercado de crudo, en un contexto de acusados aumentos de la producción de petróleo de fuentes no convencionales (*shale oil*) en América del Norte y de lento crecimiento de la demanda de crudo. Desde entonces, los precios del petróleo se han incrementado alrededor del 40 %, principalmente como consecuencia de la aparición de algunas señales de una posible reducción de la oferta de petróleo de Estados Unidos y de expectativas de aumento de la demanda de crudo. Con todo, las perspectivas a corto plazo siguen estando sujetas a una incertidumbre considerable.

La precisión o la existencia de sesgos en los resultados de las proyecciones depende fundamentalmente de la capacidad para anticipar la trayectoria futura de los precios del petróleo. En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE, como en las de muchos otros bancos centrales y organizaciones internacionales, los precios en los mercados de futuros sobre el petróleo se utilizan como supuestos técnicos para reflejar las expectativas de evolución futura de los precios del crudo. Sin embargo, se han cometido graves errores de predicción de estos precios empleando estos supuestos basados en futuros. Las revisiones de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE han puesto en evidencia que el sesgo en las proyecciones relativas al IAPC en el período transcurrido desde 1999 habría disminuido de manera significativa si las variaciones de los precios del petróleo se hubiesen anticipado mejor. De hecho, gran parte de la infravaloración de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en el citado período fue atribuible a esta fuente.

En este contexto, se analizan a continuación las dificultades generales asociadas a las previsiones de los precios del petróleo (sección 2), se consideran con más detalle las capacidades predictivas de los futuros sobre el petróleo (sección 3), se proporciona una descripción de métodos de predicción alternativos (sección 4), y se presenta un nuevo método de combinación de previsiones para los precios del Brent (sección 5).

CONCLUSIONES

Como los precios del petróleo han evolucionado de forma muy diferente en el tiempo, la elaboración de previsiones precisas de los precios del petróleo empleando un método de predicción específico es una tarea compleja. Los futuros sobre el petróleo, que utilizan muchas instituciones de política económica, entre ellas el BCE, para realizar previsiones de precios del crudo, tienen la ventaja de ser una herramienta de predicción simple y transparente. Sin embargo, en contraposición a la opinión general, los futuros solo son un reflejo imperfecto de las expectativas de los mercados, y el habitual perfil plano y descendente de su curva da lugar a importantes errores de predicción en períodos de volatilidad o de aumento sostenido de los precios del petróleo. Esto, a su vez, puede generar graves errores de predicción de la inflación.

Los modelos de predicción que incluyen datos de variables económicas fundamentales suelen pronosticar los precios del petróleo con más precisión que procedimientos sencillos, aunque su funcionamiento tiende a ser muy inestable en el tiempo. Dado que las variaciones de los precios del petróleo pueden deberse en gran medida a cambios en las variables fundamentales del petróleo y en la actividad económica mundial, se ha puesto en evidencia que la inclusión de información sobre estas variables puede mejorar las previsiones de precios del petróleo en épocas en las que los futuros no funcionan adecuadamente. Sin embargo, un problema que se plantea en casi todos los métodos de predicción es que solo consiguen capturar un comportamiento concreto de los precios del petróleo en horizontes temporales determinados. Por ello, su precisión podría ser muy inestable en el tiempo y en los distintos horizontes de proyección.

Mediante la agrupación de proyecciones individuales con diferentes capacidades de predicción, una combinación de previsiones puede mejorar su precisión en comparación con un método de predicción determinado y al mismo tiempo generar una proyección con un comportamiento más estable en el tiempo. Este artículo muestra que la combinación de cuatro modelos desarrollada recientemente por el BCE mejora la precisión de las previsiones de precios del petróleo en comparación con las basadas en futuros y en otras proyecciones individuales, y parece proteger mejor frente a la posibilidad de que se cometan errores de predicción importantes, en promedio, en caso de variación en la dinámica de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la utilización de los precios de los futuros como referencia tiene la ventaja de proporcionar una herramienta de predicción simple y transparente que es fácil de comunicar al público.

Por consiguiente, la comparación de las previsiones basadas en los precios de los futuros con las proyecciones obtenidas de esta combinación de cuatro modelos es útil para valorar los riesgos en torno al valor de referencia basado en los precios de los futuros sobre el petróleo en el contexto de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).

