

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

El ciclo de política monetaria cambió durante el pasado año cuando los bancos centrales de los países industrializados avanzados redujeron sus tipos de interés en respuesta a la desaceleración económica mundial. Otro factor de gran influencia fueron los atentados terroristas ocurridos en Estados Unidos, tras los cuales se relajó todavía más la política monetaria en todo el mundo con el fin de restablecer la confianza de consumidores y empresas. Las perspectivas de crecimiento mejoraron durante los primeros meses de 2002, lo que provocó un endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales de algunos países para anticiparse a presiones inflacionarias.

Estados Unidos fue el primer país en experimentar el efecto de la desaceleración económica durante el pasado año. La Reserva Federal se adelantó al resto de países relajando su política monetaria en enero de 2001, y recortando después los tipos de interés en varias ocasiones para hacer frente a la inesperada gravedad de la desaceleración. Durante el primer trimestre de 2002, aparecieron indicios de que se estaba produciendo un cambio en la actividad económica, lo que impidió cualquier suavización adicional de la política monetaria y condujo a una valoración más equilibrada de los riesgos relacionados con el crecimiento y la inflación.

En la zona del euro, la desaceleración de la actividad económica real comenzó a sentirse más tarde que en Estados Unidos. Las presiones inflacionarias siguieron siendo un motivo de preocupación, por lo que el BCE redujo los tipos de interés en una sola ocasión durante la primera mitad de 2001. A medida que se acumulaban nuevos indicios de desaceleración, y para responder a los acontecimientos del 11 de septiembre, el BCE relajó aún más su política monetaria en la segunda mitad del año. Los tipos de interés se mantuvieron estables durante los primeros meses del año en curso, al aparecer perspectivas de recuperación económica, aunque seguían latentes las presiones inflacionarias.

La situación económica de Japón continuó muy delicada. El Banco de Japón aumentó las reservas del sistema bancario en varias ocasiones durante todo el periodo analizado. Para estimular la economía todavía más, el Banco de Japón también intensificó sus compras directas de bonos del Estado. A pesar de todo, las reformas estructurales más importantes seguían paralizadas, por lo que la economía permaneció inestable.

Los tipos de interés también se redujeron durante los últimos 12 meses en los países con objetivos de inflación explícitos, aunque estos cambios en la política monetaria se realizaron en diversas ocasiones y en distinta medida. Mientras que el Banco de Canadá redujo sensiblemente los tipos de interés,

el crecimiento económico permaneció muy sólido en el Reino Unido, Australia y Nueva Zelandia, lo que redujo la necesidad de recortar los tipos de interés. Ante el temor a un aumento de la inflación, Suecia y Nueva Zelandia fueron los primeros países en endurecer su política monetaria a comienzos de 2002.

La situación de baja inflación y tipos de interés nominales reducidos que caracterizó al periodo analizado fue algo insólito, a tenor de lo ocurrido durante las últimas décadas. Esta nueva situación ha aumentado en muchos aspectos el margen de maniobra con el que cuentan los bancos centrales. Al mismo tiempo, y como demuestra lo ocurrido en los últimos años, puede haber alterado ligeramente la naturaleza de los desafíos a los que se enfrentan estos bancos. La segunda parte de este capítulo analiza estos asuntos con más detalle.

Estados Unidos

El cambio brusco que se produjo en la actividad económica de Estados Unidos entre finales de 2000 y principios de 2001 provocó un fuerte estímulo monetario. Durante los primeros compases de 2001, la Reserva Federal redujo en 50 puntos básicos los tipos de interés en cinco ocasiones consecutivas, incluidos dos recortes decididos fuera de las reuniones habituales del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC). A pesar de los recortes, el crecimiento del PIB real se estancó durante el segundo trimestre de 2001 y aumentaron los temores sobre futuras reducciones de la inversión en bienes de capital y sobre una continua liquidación de existencias. En un entorno de inflación reducida y estable, el FOMC decidió dos veces más, en sus reuniones de junio y agosto, reducir su objetivo para los tipos de interés de los fondos federales. Sin embargo, ambos recortes fueron de tan sólo 25 puntos básicos, en lugar de los 50 puntos de ocasiones anteriores, lo que podría interpretarse como una señal del Comité de que el periodo de relajación monetaria podría acabar pronto. De hecho, hacia finales del verano comenzaron a aparecer indicios de estabilización en algunos sectores, lo que hizo creer que podría evitarse un largo periodo de crecimiento económico por debajo del potencial.

Los trágicos sucesos del 11 de septiembre desvanecieron cualquier esperanza de repunte del crecimiento a corto plazo. La respuesta de las autoridades monetarias frente a los atentados terroristas fue muy variada. En primer lugar, la Reserva Federal inyectó un gran volumen de liquidez a través de la ventanilla de descuento. Con esta medida de emergencia, el crédito otorgado a través de ésta aumentó significativamente durante la semana de los ataques, volviendo a niveles más normales hacia finales de septiembre. En segundo lugar, la Reserva Federal estableció o amplió líneas *swap* con ciertos bancos centrales extranjeros para acomodar las necesidades mundiales de liquidez, aunque sólo las utilizó el BCE. En tercer lugar, el FOMC recortó su tipo de interés objetivo en 50 puntos básicos, en un nuevo entorno de gran incertidumbre y débil confianza de consumidores e inversionistas. El recorte de tipos de interés se programó para que coincidiera con la reapertura de los mercados bursátiles de Nueva York el 17 de septiembre (véase el capítulo VI).

La marcada desaceleración económica provocó una drástica relajación de la política monetaria

Medidas adicionales de relajación monetaria tras los atentados terroristas ...

Las reducciones anteriores de los tipos de interés, junto con la elevada provisión de liquidez tras los atentados terroristas, ayudaron a mantener el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios amplios, que se había mantenido sólido hasta entonces.

... y posteriormente en 2001, dada la debilidad de la economía

En su reunión a principios de octubre, el FOMC reforzó sus decisiones anteriores al recortar su tipo de interés objetivo en 0,5 puntos porcentuales frente al temor de que la desaceleración mundial pudiera repercutir negativamente en la economía de Estados Unidos. Al remitir las presiones inflacionarias, y ante diversos indicadores que señalaban que la economía en su conjunto seguía débil, el FOMC redujo los tipos de interés en dos ocasiones más antes de fin de año.

A pesar de los significativos recortes de tipos de interés ...

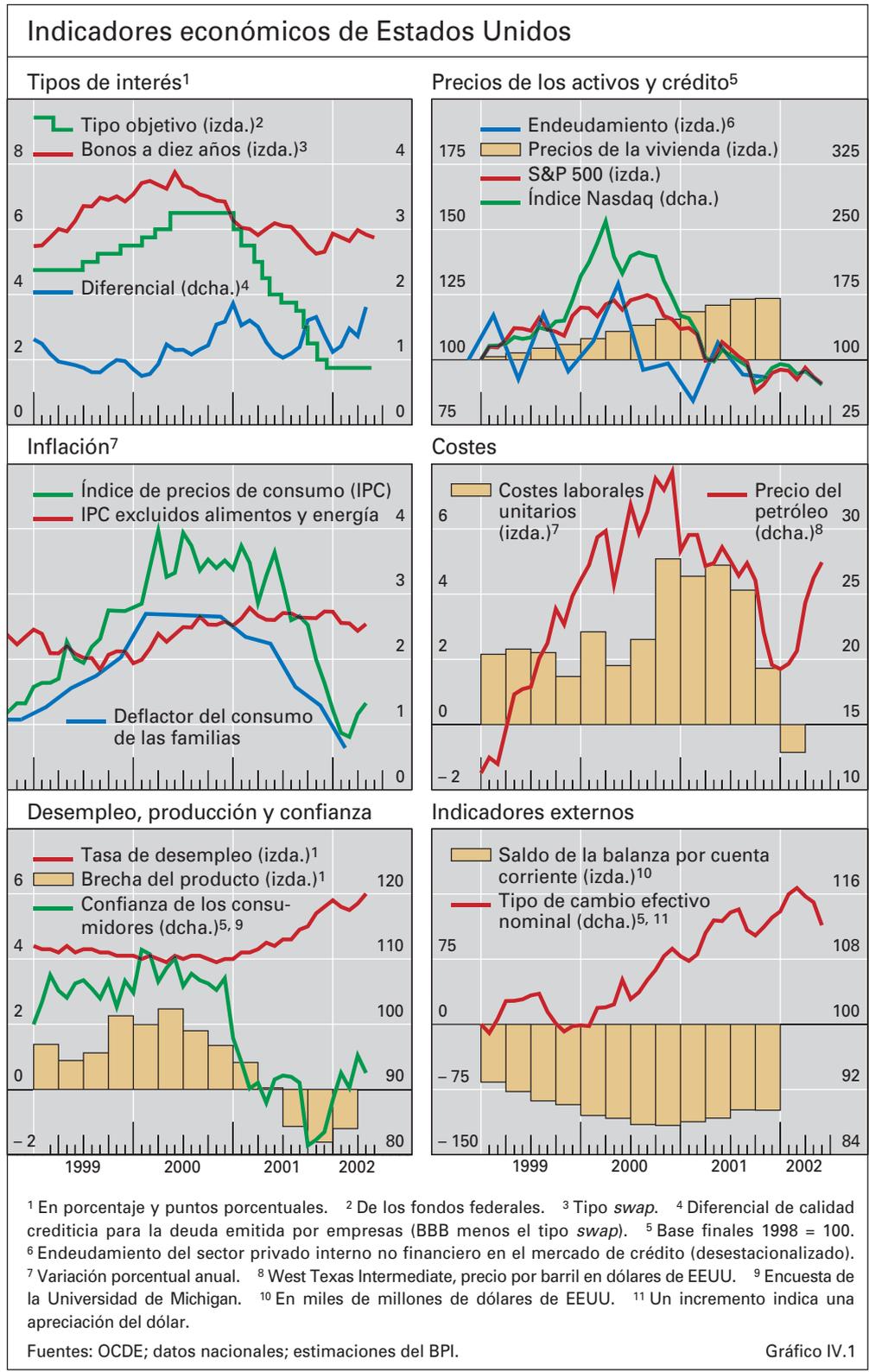
Las medidas adoptadas por el FOMC durante esta fase de relajación monetaria no tienen precedentes. El tipo de interés objetivo de los fondos federales bajó en 11 ocasiones durante 2001, lo que supone un total de 4,75 puntos porcentuales, y durante los primeros meses de 2002 ha llegado al insólito nivel del 1,75%. Aunque los cambios en las circunstancias anteriormente mencionadas revistieron la suficiente importancia como para justificar una relajación significativa de la política monetaria, la economía de Estados Unidos comenzó el año 2001 con unos tipos de interés reales a corto plazo ex post relativamente altos. Además, a medida que avanzaba el año, resultaba más obvio que las condiciones financieras en conjunto no se estaban suavizando todo lo que hubiera cabido esperar. A pesar de la significativa reducción de los tipos de interés a corto plazo, el dólar se apreció un 5,4% en términos nominales efectivos durante 2001 (véase el gráfico IV.1), los bancos endurecieron ligeramente sus criterios de concesión de créditos, y los precios de las acciones continuaron bajando, si bien la profunda relajación de la política monetaria evitó probablemente una caída mucho más pronunciada. Por el contrario, los precios de la vivienda siguieron aumentando considerablemente y los consumidores refinanciaron sus hipotecas, retirando una cantidad de fondos sin precedentes que utilizaron para realizar gastos adicionales (véase el capítulo II).

... las condiciones financieras continuaron siendo estrictas

Los tipos de interés oficiales se estabilizaron a principios de 2002

A comienzos de 2002, un amplio conjunto de indicadores empezó a señalar hacia un cambio de rumbo, aunque seguía existiendo una gran incertidumbre. Por ello, la Reserva Federal mantuvo su tipo de interés objetivo durante los tres primeros meses del año y en marzo modificó su valoración de los riesgos adoptando un sesgo neutral. El mantenimiento de tipos de interés bajos se vio favorecido por las difíciles condiciones financieras y por el encarecimiento del petróleo, que perjudicaba a las rentas disponibles. Además, seguían existiendo algunos de los desequilibrios anteriores a la desaceleración, que se temían pudieran desacelerar cualquier atisbo de recuperación. En concreto, los elevados niveles de endeudamiento de las familias y la alta valoración de las acciones —teniendo en cuenta, sobre todo, la incertidumbre en torno a los beneficios y las posibles repercusiones de la quiebra de Enron—, podían frenar el gasto de los consumidores. Asimismo, unos beneficios empresariales escasos, junto con elevados niveles de endeudamiento y un exceso de capacidad productiva podían limitar el gasto en inversión. Por el contrario, existían argumentos que avalaban

una vuelta más rápida a niveles de tipos de interés oficiales más usuales: la liquidación de existencias parecía estar frenándose, el efecto total de los recortes en los tipos de interés y las rebajas impositivas podría estar todavía por llegar y continuaban las perspectivas de un mayor crecimiento de la productividad, que había contribuido a impulsar la larga expansión de la década de los 90.



También había que tener en cuenta la velocidad a la que podía producirse un cambio repentino en la política monetaria. Por una parte, la rápida sucesión de recortes de tipos de interés en respuesta al deterioro de la situación económica parecía justificar un endurecimiento monetario preventivo e igualmente rápido en el caso de que las presiones inflacionarias comenzaran a intensificarse. Por otra, cualquier cambio brusco e inesperado de la política monetaria podía originar una sobrerreacción en los mercados financieros. En este sentido, puede interpretarse que el FOMC, al adoptar una postura neutral en su reunión de marzo, podría haber estado preparando a los mercados para posteriores subidas de los tipos de interés.

La zona del euro

Las presiones inflacionarias siguieron preocupando en la zona del euro hasta mediados de 2001

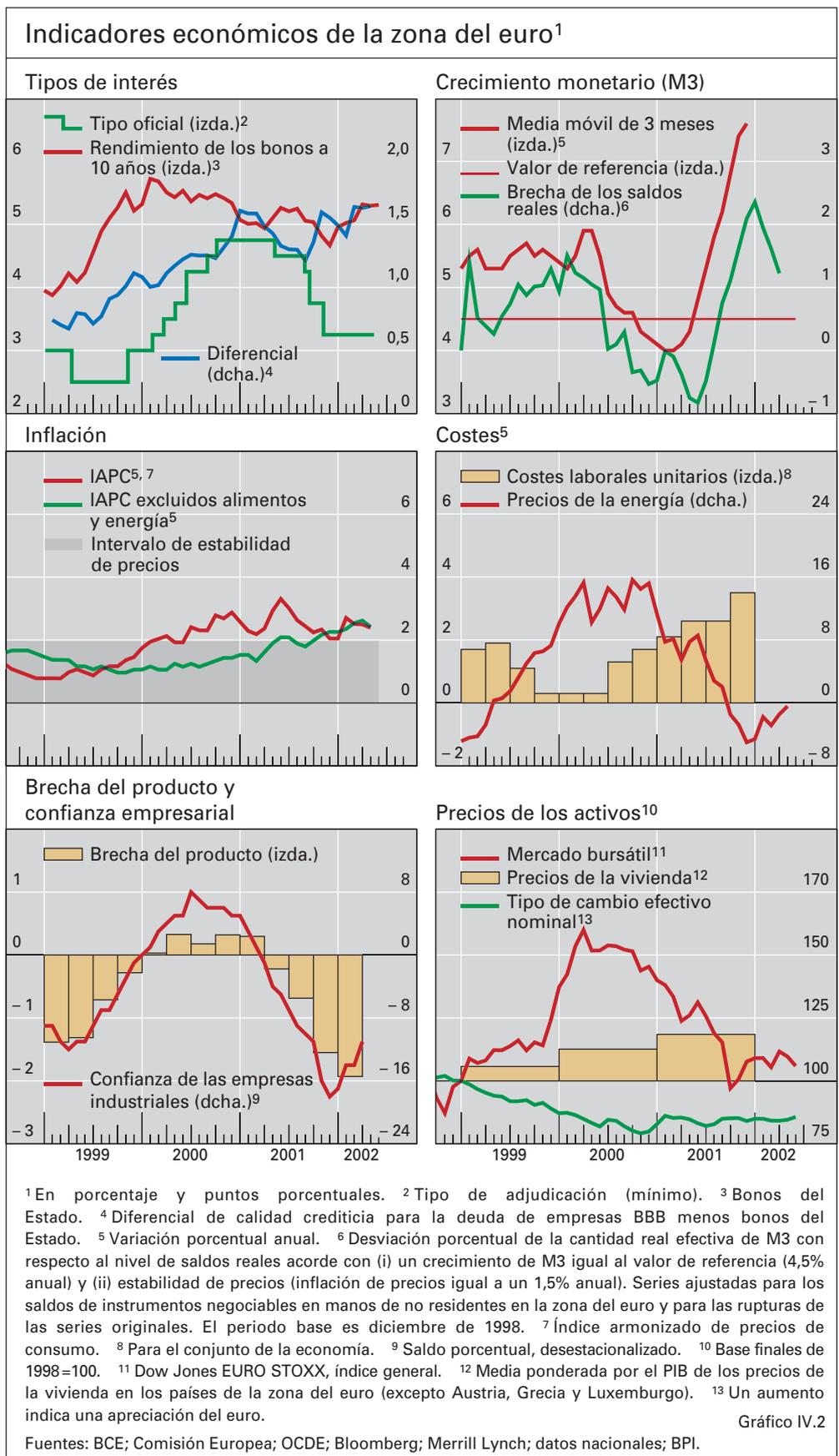
El crecimiento en la zona del euro fue relativamente sólido durante los primeros meses de 2001, por lo que el BCE siguió mostrando su preocupación por las presiones inflacionarias subyacentes. Sin embargo, a medida que las previsiones de inflación a medio plazo comenzaban a mejorar —debido en parte a una menor presión de la demanda asociada a la desaceleración mundial— el BCE decidió reducir en mayo su principal tipo de interés oficial desde el 4,75% hasta el 4,5%. Durante el verano, los tipos de interés se mantuvieron sin variaciones en el 4,5%, ya que la inflación general— tras las subidas del precio del petróleo y la reducción del valor del euro— se había situado persistentemente por encima del límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE.

A medida que el crecimiento se desaceleraba ...

En su reunión de finales de agosto, el Consejo de Gobierno consideró que las presiones sobre los precios por fin se estaban moderando y se alejó la posibilidad de que las subidas de precios anteriores fueran a tener repercusiones sobre la inflación. Además, la actividad económica comenzó a desacelerarse de forma extraordinariamente marcada en gran parte de la zona del euro. Los factores que contribuyeron a esta ralentización fueron la debilidad económica por la que atravesaban Estados Unidos y Japón, y la moderación tanto del consumo interno como de la inversión. Esta situación impulsó al BCE a rebajar en 25 puntos básicos su principal tipo de interés oficial. El Banco volvió a recortar los tipos de interés poco después de los atentados terroristas en Estados Unidos, al empeorar las perspectivas de crecimiento mundial debido a una significativa pérdida de confianza en la economía. Al igual que las autoridades monetarias de Estados Unidos y de muchos otros países, el BCE anunció, tras los ataques terroristas, que proporcionaría liquidez para garantizar el funcionamiento normal de los mercados financieros. Esto incluía la decisión del 12 de septiembre de satisfacer demandas de liquidez a un tipo de interés fijo y en cantidades no específicas. El BCE redujo en noviembre los tipos de interés por cuarta y última vez dentro del periodo analizado. Esta decisión reflejaba la opinión del Banco, que consideraba que las presiones inflacionarias estaban remitiendo a un ritmo satisfactorio, a pesar del continuo y alto crecimiento de M3 (véase el gráfico IV.2), atribuible principalmente a reestructuraciones de cartera.

... se fueron reduciendo los tipos de interés oficiales

El BCE mantuvo estables los tipos de interés a principios de 2002 ante la aparición de señales contradictorias sobre posibles presiones inflacionarias.



La política monetaria no se modificó a principios de 2002 ...

Aunque comenzaron a apreciarse signos de recuperación de la actividad económica, como aumentos de la confianza empresarial y del índice de compras de los empresarios de manufacturas, todavía no había fundamentos sólidos de una recuperación sostenible del crecimiento. La introducción de los billetes y monedas de euro al comienzo del año pareció haber tenido un impacto moderado sobre la tasa de inflación, ya que sólo se le atribuyeron pequeñas subidas de precios en parte del sector servicios. El aumento de la inflación general interanual registrado en enero y febrero se consideró transitorio (debido a los efectos relativos a la base de cálculo del índice) y, por lo tanto, no produjo ninguna reacción por parte de la política monetaria.

... a medida que reaparecía el temor a la inflación

Hacia el mes de abril, aparecieron señales positivas que apuntaban a una recuperación del crecimiento, tales como un cambio de tendencia en la inversión de existencias y un mejor comportamiento de los mercados financieros. Al mismo tiempo, las subidas del precio del petróleo y las negociaciones salariales en curso reavivaron los temores a una intensificación de las presiones inflacionarias. En esta tesitura, el BCE decidió de nuevo mantener los tipos de interés a la espera de la evolución de la coyuntura económica.

Japón

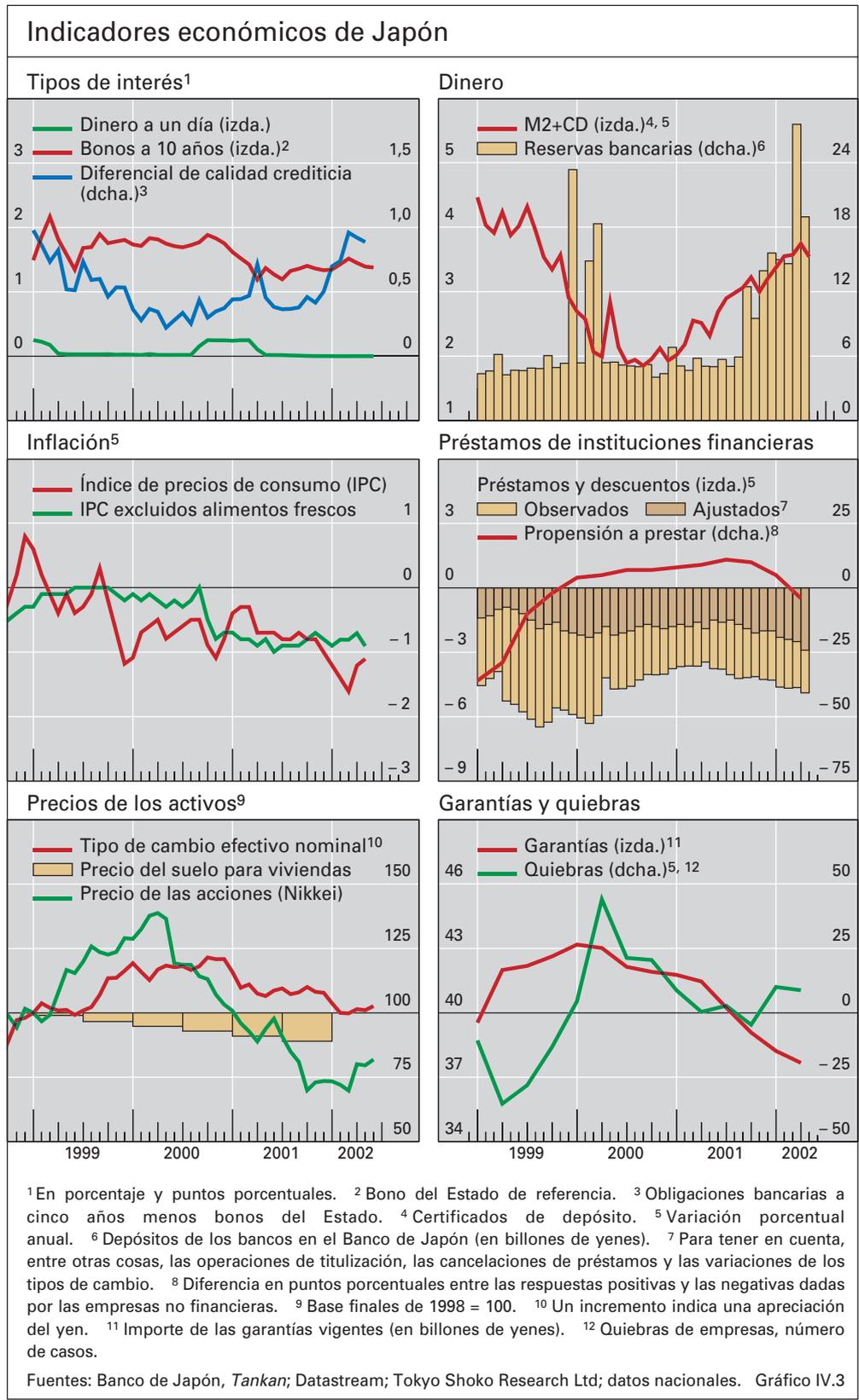
A medida que las perspectivas económicas empeoraban en Japón ...

A comienzos de 2001, la economía japonesa volvió a desacelerarse, entrando en su tercera y más profunda recesión de los últimos 10 años. El Banco de Japón respondió modificando su forma de operar e introdujo un objetivo cuantitativo para el saldo de las cuentas corrientes (5 billones de yenes), lo que proporcionaría una liquidez al sistema mucho más elevada. La tasa de crecimiento de la base monetaria experimentó una fuerte subida, el tipo a un día se mantuvo prácticamente a cero y los tipos de interés a plazos más largos de la curva de rendimientos también se acercaron a cero. Sin embargo, la economía continuó deteriorándose según avanzaba el año. Los precios de las acciones cayeron de forma significativa hacia mediados de año y la desaceleración mundial comenzó a afectar seriamente a las exportaciones japonesas. El Consejo de Política del Banco de Japón comenzó a ser más consciente de la posible necesidad de una mayor relajación monetaria, lo que finalmente se produjo en agosto, al elevar su objetivo cuantitativo a 6 billones de yenes. Además, el Banco también intensificó sus compras directas de bonos del Estado.

... las condiciones monetarias se relajaron en numerosas ocasiones

En septiembre, tras los atentados terroristas en Estados Unidos, se volvió a suavizar la política monetaria. El Consejo de Política temía que las perturbaciones de los mercados financieros pudieran poner en peligro los efectos positivos de las anteriores medidas de política monetaria. Las nuevas medidas no especificaron un objetivo más elevado para el saldo de las cuentas corrientes. En su lugar el Banco de Japón anunció su disposición a proporcionar la liquidez necesaria a los mercados, incluso por encima de su objetivo anterior. Al mismo tiempo, el Banco redujo su tipo de descuento y amplió el acceso a su facilidad de crédito lombardo. Aunque la base monetaria creció posteriormente hasta alcanzar tasas más elevadas,

el crecimiento de los agregados monetarios amplios permaneció modesto (véase el gráfico IV.3). Si bien estas condiciones monetarias más laxas podrían haber sido responsables, en parte, de la depreciación del yen a finales de año, el alcance de esta depreciación fue bastante limitado. Hacia el mes de



La depreciación del yen alivió ligeramente la situación ...

diciembre, el tipo de cambio efectivo nominal seguía estando un 20% por encima de su valor de mediados de 1998. En cualquier caso, la depreciación del yen tuvo algunos efectos positivos, como demuestra el incremento de las exportaciones, de los beneficios empresariales en ciertos sectores y del valor en yenes de las inversiones extranjeras.

... pero el entorno financiero en su conjunto se deterioró

El deterioro de la situación financiera hacia finales de año indicó que la economía podría sufrir una mayor contracción. La tasa de quiebras aumentó, los diferenciales de la deuda emitida por las empresas se ampliaron y, aunque las cotizaciones del mercado bursátil en su conjunto se mantuvieron estables, los precios de las acciones de los bancos cayeron considerablemente a raíz de un incremento de los préstamos en mora. Además, el crédito bancario se redujo más rápidamente, si bien esta contracción también reflejaba una menor demanda de préstamos, debido a la caída de la inversión fija de las empresas y a un intento de reducir su apalancamiento. Este cúmulo de circunstancias llevó al Banco de Japón a adoptar un objetivo explícito y mucho más elevado para los saldos en cuenta corriente (entre 10 y 15 billones de yenes), si bien el nivel efectivo de esos saldos ya había alcanzado los 9 billones de yenes en el momento de tomar esa decisión. Asimismo, el Banco amplió la lista de colaterales que podían utilizarse en sus operaciones con el fin de mejorar el funcionamiento y la intermediación en los mercados.

La deflación se aceleró ...

A principios del año siguiente se aceleró el ritmo de caída de los precios de consumo y las perspectivas económicas siguieron rodeadas de incertidumbre, a pesar de que el crecimiento interanual de la base monetaria llegó a alcanzar casi un 30%. A medida que se acercaba el cierre del año fiscal, el Banco de Japón consideró la posibilidad de proporcionar mayor liquidez a los mercados, por lo que a finales de febrero puso en marcha una serie de nuevas medidas de relajación monetaria, entre las que se incluía otro aumento de su objetivo para el nivel de los saldos en cuenta corriente.

... dando lugar a medidas expansivas adicionales ...

... aunque las reformas estructurales continuaron siendo esenciales

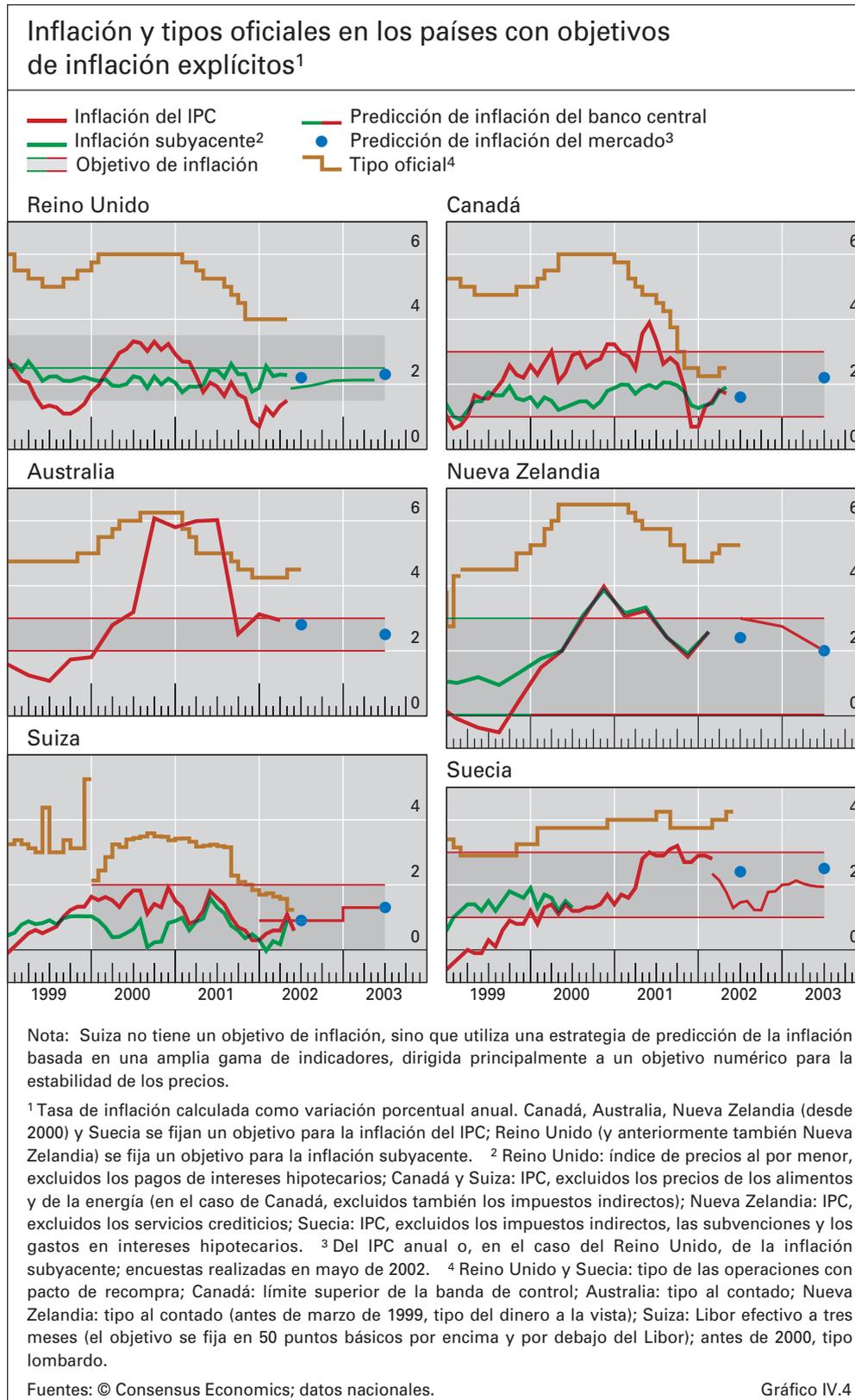
Al mismo tiempo que relajaba las condiciones monetarias durante el pasado año, el Banco de Japón seguía insistiendo en que para aumentar la demanda y el crecimiento económico y frenar al mismo tiempo la deflación era necesario avanzar significativamente en las reformas estructurales. En concreto, el Banco subrayó la necesidad de resolver el problema cada vez más grave de préstamos en mora, aunque se pusiera en juego así la quiebra de muchas empresas. El Banco de Japón declaró que, en caso de aparecer problemas que afectaran al sistema financiero en su conjunto, estaría dispuesto a actuar como prestamista en última instancia. Consideraba que la otra alternativa —a saber, la utilización del gasto público para estimular la demanda— tenía sus limitaciones dado el nivel creciente de endeudamiento público. Otras opciones de política económica tampoco estaban exentas de problemas (véase más adelante).

Países con un objetivo de inflación

Las experiencias de los países que han adoptado objetivos de inflación explícitos fueron similares, aunque no idénticas, durante el periodo analizado. En general, la actividad económica de estos países sufrió una desaceleración,

causada principalmente por la debilidad de las mayores economías. Esto permitió una relajación de la política monetaria durante el primer trimestre del pasado año, al situarse la inflación a un nivel cercano a los objetivos fijados (véase el gráfico IV.4). Sin embargo, en estos países se observaron claras

Los efectos de la desaceleración mundial sobre otros países industrializados



Canadá sufrió el mayor revés ...

... pero las economías del Reino Unido y Australia se mantuvieron fuertes

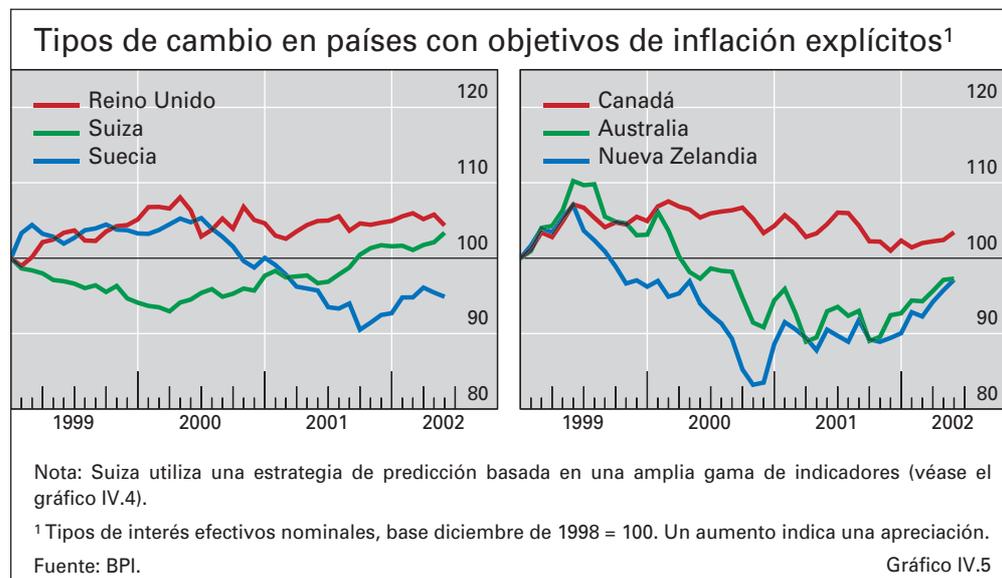
Recortes generalizados de los tipos de interés tras los atentados del 11 de septiembre

Se agravaron los desequilibrios sectoriales

diferencias con respecto al grado de desaceleración y a las perspectivas de inflación. El crecimiento se redujo de forma muy acusada en Canadá, lo que provocó un rápido recorte de tipos de interés por parte del Banco de Canadá, al igual que hizo la Reserva Federal. En otros países, como el Reino Unido, Australia y Nueva Zelandia, el crecimiento se mantuvo bastante sólido, sostenido por una demanda interna más fuerte. A pesar de ello, se llevaron a cabo recortes de los tipos de interés, por temor a que el crecimiento efectivo pudiera caer por debajo del potencial. La situación del Banco de Inglaterra parecía ser particularmente favorable a la hora de proteger su economía contra una brusca desaceleración, al situarse la inflación por debajo del objetivo y gozar la libra esterlina de gran fortaleza durante mucho tiempo. El caso de Suecia fue especial, puesto que la inflación siguió aumentando a lo largo de todo el año, lo que llevó al Riksbank a endurecer su política monetaria en fechas tan avanzadas como últimos de julio.

Inmediatamente después de los atentados en Estados Unidos, se produjo una relajación adicional de la política monetaria. La principal preocupación de las autoridades en estos países, al igual que en las mayores economías, era evitar una merma de la confianza de los consumidores y los empresarios en un momento en el que la incertidumbre ya era elevada de por sí. Fuera de las reuniones habituales de los comités, se adoptaron medidas de política monetaria que incluyeron recortes de los tipos de interés, así como provisiones especiales de liquidez y acuerdos *swap* con la Reserva Federal (como se mencionó más arriba). La única excepción fue el Banco de la Reserva de Australia, que esperó hasta principios de octubre para reducir sus tipos de interés. A finales de 2001 se volvieron a bajar en la mayoría de estos países, ya que, en general, la demanda interna mostraba signos de debilidad y la inflación subyacente seguía situada cerca del objetivo.

Ante las perspectivas de debilidad de la demanda externa, la puesta en práctica de una política monetaria expansiva que estimulase la demanda interna podría haber generado o empeorado los desequilibrios entre sectores,



debido sobre todo a que una reducción de los tipos de interés no garantizaba la depreciación de la moneda nacional. Este fue el caso del Reino Unido, donde la constante fortaleza de la libra (véase el gráfico IV.5) creó grandes diferenciales de crecimiento entre los sectores orientados a la demanda interna y los de industrias de exportación e importación. De hecho, al reducir los tipos de interés en 1,75 puntos porcentuales, y fomentar así la explosión de la construcción de viviendas, el Banco de Inglaterra reconocía implícitamente que un crecimiento desequilibrado era preferible a la ausencia de crecimiento.

Los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios durante los dos primeros meses del presente año en todos los países con objetivos de inflación, excepto en Canadá, donde el Banco Central volvió a reducir su tipo de interés objetivo. Hacia el mes de marzo, cada vez estaba más claro que la desaceleración económica estaba tocando a su fin en estos países y en el resto del mundo, por lo que se prestó mayor atención a un posible cambio de tendencia en el ciclo de la política monetaria. A finales de marzo, el Riksbank y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia fueron los primeros en subir de nuevo los tipos de interés. Las presiones inflacionarias se estaban intensificando en ambos países y, en el caso de Suecia, la tasa de inflación se situó por encima del objetivo oficial. El Banco de Canadá y el Banco de la Reserva de Australia también endurecieron su política monetaria en abril y mayo respectivamente, elevando los tipos de interés oficiales ante un crecimiento económico inesperadamente fuerte. Por el contrario, el Banco Nacional Suizo redujo su tipo de interés objetivo en medio punto porcentual a primeros de mayo, pues temía que la apreciación del franco pudiera lastrar la recuperación económica.

Cambio de tendencia en el ciclo de la política monetaria

Dada la situación de los balances, el inicio de una fase de endurecimiento generalizado de la política monetaria puso en tela de juicio el mecanismo de transmisión monetario. Los niveles de endeudamiento de familias y empresas eran excepcionalmente elevados, sobre todo en el Reino Unido, donde además el déficit por cuenta corriente aumentó, y en muchos países, los precios de la vivienda parecían excesivos (véase el capítulo VII). Una fuerte subida de los tipos de interés podría agravar la carga de la deuda de consumidores y empresas, y conduciría posiblemente a un cambio de tendencia en los precios de los inmuebles.

¿Obstáculos más sutiles para la política monetaria?

Durante la pasada década el mundo entró en una fase de inflación reducida y relativamente estable. El firme compromiso antiinflacionario de los bancos centrales y la mayor credibilidad de la que gozan han sido, sin duda, factores fundamentales para esa situación. También han contribuido las políticas dirigidas a elevar el potencial productivo de las economías, tanto en los países industrializados como en los emergentes.

Los cambios en la economía ...

Aunque en la actualidad a veces se den por sentadas las ventajas de este nuevo clima, no está de más hacer hincapié en ellas. En concreto, se han consolidado las bases de un crecimiento mundial más estable y a más largo

plazo. Este nuevo entorno ha permitido una mejor reasignación de recursos, distorsionada hasta ahora por una inflación alta y variable. Además, se ha ampliado considerablemente el margen de maniobra de los bancos centrales. Así, por ejemplo, el aumento de la credibilidad ha reducido el riesgo de presiones alcistas sobre los salarios, que pueden resultar muy costosas. Asimismo, no hay que frenar la expansión económica prematuramente con medidas de control de la inflación por parte de los bancos centrales.

Al mismo tiempo, como se ha mencionado en este capítulo, los bancos centrales han tenido que enfrentarse a numerosos retos tras la liberalización financiera. Uno de los más generalizados ha sido integrar dentro del marco de la política monetaria los ciclos alcistas y bajistas de los precios de los activos, que en ocasiones concurren con fluctuaciones similares del crédito, y que han tenido consecuencias especialmente nefastas en Japón y en otros países de Asia oriental. Un segundo reto relacionado con el anterior ha sido la incertidumbre sobre las posibles mejoras del lado de la oferta, y aquellas, no menos importantes, derivadas de la introducción de las nuevas tecnologías de la información, lo que ha afectado de manera muy diferente a los distintos países. En fechas más recientes, los bancos centrales han tenido que enfrentarse a una intensa e inesperada desaceleración de la actividad económica, atípicamente motivada por un ciclo expansivo de la inversión.

Con estas premisas, el resto del presente capítulo tratará de extraer conclusiones de la experiencia reciente para valorar cuáles pueden ser los nuevos retos a los que habrán de enfrentarse los bancos centrales en la aparentemente sólida situación actual, caracterizada por inflación reducida, credibilidad del compromiso antiinflacionario y mercados financieros liberalizados. En concreto, se explica cómo la dinámica de la economía podría haber cambiado, alterando incluso las propiedades de los indicadores de las presiones inflacionarias y deflacionarias e influyendo en la conducción de la política monetaria mediante fórmulas eventualmente inesperadas. Una cuestión clave es que, con expectativas mejor ancladas a los reducidos niveles de inflación actuales, los desajustes subyacentes entre la oferta y la demanda de una economía podrían tardar todavía más en repercutir en la tasa efectiva de inflación general. Por consiguiente, en la actualidad, puede ser más dudoso y en algunos aspectos más difícil decidir cuándo y en qué medida hay que endurecer la política monetaria durante la fase alcista del ciclo. Las mismas preguntas surgen al diseñar la relajación de la política monetaria. Por último, el límite inferior cero de los tipos de interés nominales podría engendrar otras dificultades para la política monetaria.

La identificación de las presiones inflacionarias y deflacionarias

Tras los cambios estructurales en el proceso de fijación de salarios y precios, los desajustes subyacentes entre la demanda y la oferta podrían tardar aún más en manifestarse en la tasa de inflación general. En primer lugar, el deseo explícito de los bancos centrales de controlar la inflación y el consiguiente aumento de su credibilidad antiinflacionaria parecen haber anclado mejor las expectativas sobre los objetivos explícitos o implícitos de inflación. Un segundo factor relacionado con el anterior es que parece haberse debilitado

... han planteado
obstáculos más
sutiles

Los desajustes
pueden tardar
más en hacerse
visibles ...

el proceso de transmisión de las fluctuaciones de los tipos de cambio a la inflación (véase el capítulo II). En tercer lugar, una inflación baja y estable reduce el incentivo que en el pasado tenían las empresas y los trabajadores para modificar los precios y los salarios y fomenta la firma de contratos a largo plazo. Por último, la globalización ha introducido una mayor presión competitiva y ha generado una reducción del poder de mercado de las empresas. Todos estos factores indican que la inflación es ahora más estable, situándose en niveles reducidos y que su vulnerabilidad ante un exceso de demanda puede disminuir a corto plazo.

La valoración de tales desajustes subyacentes puede ser, paradójicamente, más difícil durante fases de incremento de la productividad y ciclos expansivos de la inversión, ya que podrían crearse ciclos virtuosos, al menos durante algún tiempo. Los aumentos de productividad mantienen baja la inflación, lo que refuerza la credibilidad de la política monetaria y ancla las expectativas de inflación, contribuyendo a mantenerla reducida. A su vez, una evolución favorable de la inflación puede mantener moderados los tipos de interés y el coste del capital, estimulando así los beneficios y los precios de los activos, lo que puede propiciar un aumento de la inversión y del crédito, y aumentar aún más la productividad. Los componentes de esta interacción virtuosa han quedado claros durante la última fase expansiva en muchos países. La principal dificultad es distinguir entre los incrementos sostenibles de la productividad y aquellos asociados a niveles insostenibles de inversión con expectativas de beneficios poco realistas.

Expansiones económicas de este tipo pueden modificar ligeramente el equilibrio entre los riesgos a los que se enfrentan las autoridades monetarias. Por un lado, se puede crear de nuevo inflación como ha ocurrido en el pasado. Por otro, y con mayor probabilidad, la expansión podría invertirse con el debilitamiento de la demanda y la reducción de beneficios, hasta que sea necesario un endurecimiento sustancial de las políticas para contener la inflación. Teniendo en cuenta el bajo nivel de partida de la creciente inflación, y según la naturaleza y profundidad de los desequilibrios generados durante la expansión, la deflación podría convertirse en una posibilidad.

La moderada reacción de la inflación frente a las presiones de la demanda, junto con las posibles mejoras por el lado de la oferta, podrían empañar la información contenida en los indicadores utilizados normalmente para orientar la política económica. En estas circunstancias, la estimación de los indicadores tradicionales como la brecha del producto, estarían sujetos a una incertidumbre mayor de lo habitual. Asimismo, llevaría algún tiempo determinar con seguridad si los incrementos de productividad observados son de carácter cíclico o estructural, y si dichos incrementos reflejan un aumento aislado del nivel de productividad o, por el contrario, responden a una modificación de su tasa de crecimiento.

Estos problemas quedan perfectamente ilustrados en el debate actual sobre la naturaleza de los incrementos de productividad asociados a la introducción de las nuevas tecnologías de la información (TI) y su incidencia en cada país. Estados Unidos necesitó mucho tiempo hasta poder formarse una opinión sólida sobre la naturaleza y la continuidad de dichos

... especialmente durante los ciclos expansivos de la inversión ...

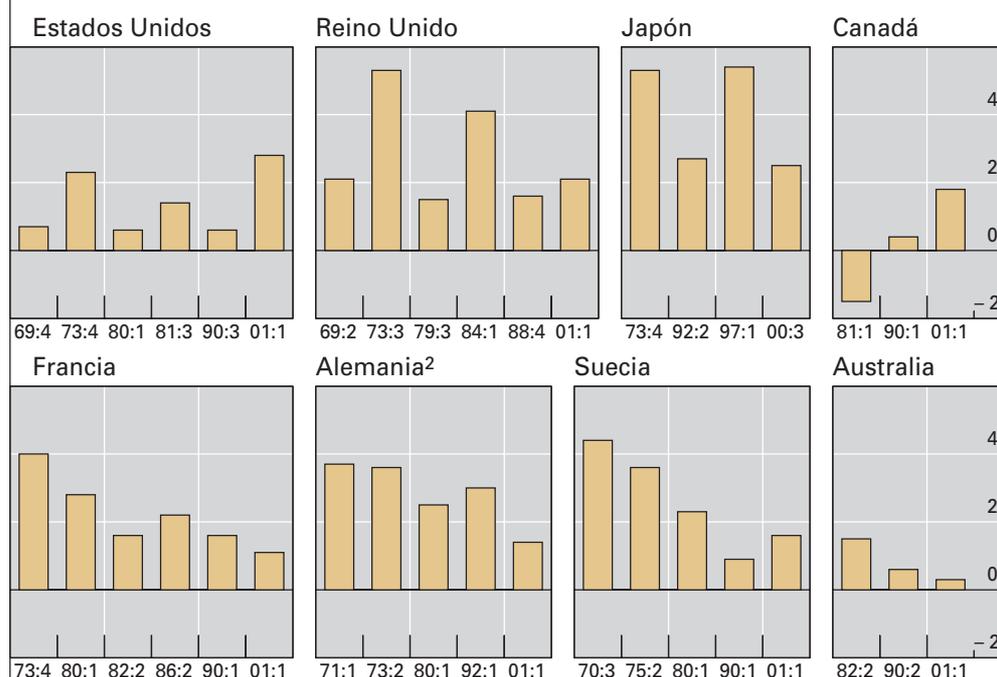
... cambiando el equilibrio de riesgos para las autoridades monetarias

La incertidumbre sobre los incrementos de la productividad ...

... empaña los cálculos de la brecha del producto ...

Crecimiento de productividad en la cima de los ciclos económicos

PIB por persona ocupada¹



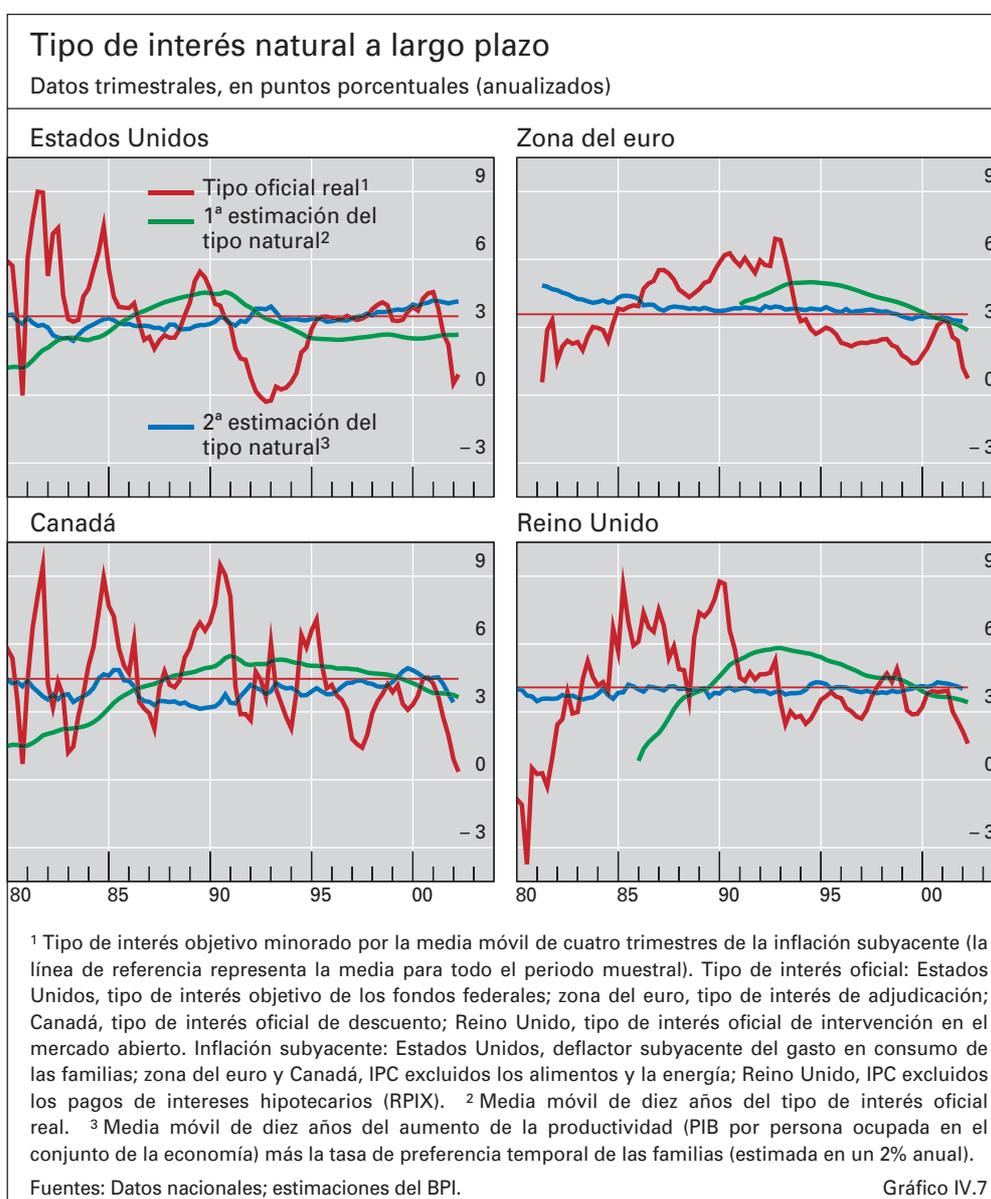
Nota: Con el fin de facilitar las comparaciones, se asume que el ciclo económico ha llegado a su cima durante el primer trimestre de 2001 en todos los países, excepto en Japón.

¹ Variación porcentual durante el año natural anterior a la cima de un ciclo (indicado en el gráfico en el eje de abscisas). Cuando la cima se alcanza en la primera mitad del año, se muestra la variación ocurrida durante el año anterior; cuando la cima se alcanza en la segunda mitad del año, se muestra la variación ocurrida durante ese mismo año. ² Alemania occidental, excepto en 2001:1.

Fuentes: US Bureau of Labor; NBER; Economic Cycle Research Institute; datos nacionales; estimaciones del BPI. Gráfico IV.6

incrementos. Prueba de ello fueron el acelerado crecimiento de la productividad en el punto álgido de la expansión y, sobre todo, su capacidad de recuperación durante la breve desaceleración económica (véase el gráfico IV.6). En otros países, han aparecido problemas de índole similar a la hora de evaluar la trayectoria de la economía. Sin embargo, y con escasas excepciones, las señales tangibles tan esperadas de un incremento extraordinario de la productividad han brillado por su ausencia, a pesar de la adopción en muchos países de las innovaciones en la TI. Esta evaluación de la trayectoria de la economía se vio dificultada (y lo sigue estando) por motivos metodológicos y estructurales específicos de cada país. En Europa, por ejemplo, las diferencias en las metodologías de medición estadística y en las políticas concebidas para fomentar el empleo podrían obstaculizar parcialmente un crecimiento subyacente de la productividad. Además, la experiencia de economías que han sufrido importantes recesiones tras prolongados ciclos expansivos impulsados por la inversión (como Japón y otros países en Asia oriental) indica que las valoraciones del crecimiento potencial a largo plazo pueden no ser consistentes. En estos países, las primeras estimaciones al alza realizadas durante las fases expansivas se ajustaron considerablemente a la baja tras las crisis.

Se observan dificultades similares en el caso de un indicador que está recibiendo cada vez más atención, a saber, el tipo de interés natural. Esta variable se define normalmente como el tipo de interés real a corto plazo adecuado para un crecimiento no inflacionario sostenible. Por lo tanto, si el tipo de interés real ex ante se encuentra por debajo del tipo natural, se dice que la política monetaria es expansiva, y viceversa. Como el tipo de interés natural puede fluctuar a lo largo del ciclo económico debido a diversas circunstancias inesperadas que pueden ser difíciles de identificar, sería más sencillo estimar su media (su valor a largo plazo), lo que proporcionaría una referencia para evaluar el tono de la política monetaria durante largos periodos. Una manera de obtener dicho valor medio consiste en utilizar datos de la economía real, ya que el tipo natural a largo plazo debería variar en función de los cambios en el crecimiento de la productividad a largo plazo. Por ejemplo, los cálculos basados en una media móvil del crecimiento de la productividad señalan que el tipo de interés natural a largo plazo aumentó ligeramente durante la década de los 90



¿Utilización de los indicadores de desequilibrios financieros?

en Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, mientras que se redujo en la zona del euro (véase el gráfico IV.7). Sin embargo, este método también está sujeto a las mismas incertidumbres que cualquier otra estimación del crecimiento tendencial de la productividad, por lo que se puede utilizar como alternativa la media de los tipos reales a corto plazo ex post. No obstante, este método podría ser poco fiable en el caso de existir desviaciones persistentes entre la inflación esperada y la efectiva en el periodo muestral.

Estos argumentos sugieren que podría ser útil conceder más importancia a otros posibles indicadores de los desajustes subyacentes entre la oferta y la demanda, como los cálculos de acumulación de desequilibrios financieros. En concreto, la experiencia de la última década demuestra que los aumentos extremadamente rápidos del crédito y de los precios de los activos pueden anunciar una expansión económica insostenible, ya que suelen ir acompañados de una menor percepción de los riesgos y de una acumulación excesiva de capital (véase el capítulo VII). La consiguiente distorsión en los balances y en las decisiones de inversión puede, a su vez, hacer a la economía más vulnerable frente a desaceleraciones de la actividad económica y provocar problemas financieros. Las importantes entradas de capital y las presiones alcistas sobre el tipo de cambio son a menudo síntomas simultáneos, como en el caso de los países de Asia oriental. Un rápido crecimiento de otros agregados cuantitativos, como los agregados monetarios amplios, también podría desempeñar un papel complementario.

Al mismo tiempo, hay que proceder con cautela a la hora de valorar los desequilibrios financieros en su conjunto (véase el capítulo VII). Una de las razones es que para decidir si el crecimiento del crédito y las subidas de los precios de los activos son "excesivos", es necesario formarse una opinión sobre sus sendas de expansión sostenibles. Si bien la experiencia pasada puede ser muy útil, cualquier evaluación del grado de sostenimiento requiere, en última instancia, una valoración del crecimiento a largo plazo de la productividad. Una segunda razón radica en que los juicios de valor sobre los desequilibrios financieros precisan un análisis minucioso de un amplio abanico de factores, que incluyen la mirada de precios de los activos (acciones, propiedad inmobiliaria residencial y comercial), la composición sectorial del crédito y, por último, la solidez de las instituciones financieras. Una última razón es que existen factores no relacionados con un exceso de demanda subyacente que podrían afectar a la evolución de algunos elementos. Por ejemplo, si bien el gran aumento de la brecha de los agregados monetarios reales observado durante el pasado año en la zona del euro (véase el gráfico IV.2) podría, en principio, ser un indicio de una intensificación significativa y acumulativa de desequilibrios monetarios, dicho aumento podría atribuirse, en buena medida, a factores como una reasignación de las carteras en favor de activos líquidos tras los atentados en Estados Unidos.

¿Cuándo se debe endurecer la política monetaria?

La falta de pruebas concretas sobre presiones inflacionarias plantea el problema de hasta qué punto la política monetaria puede ser lo

suficientemente preventiva durante un periodo de crecimiento rápido. No obstante, este problema no tendría tanta importancia si en el nuevo entorno macroeconómico, la estabilidad de la inflación ampliase el margen de maniobra de la política monetaria y disminuyera los rezagos en el mecanismo de transmisión. Consideremos cada uno de estos aspectos por separado.

Entre las cuestiones figuran ...

Las mejoras por el lado de la oferta pueden plantear dilemas sutiles de política monetaria. Si aumenta de forma permanente la tasa de crecimiento de la productividad, el tipo de interés natural a largo plazo sube (véase el gráfico IV.7). Si el resto de factores permaneciera igual, esta subida del tipo natural implicaría que los bancos centrales tendrían que acabar elevando los tipos de interés nominales, y de no ser así, podrían estar generando un crecimiento insostenible. No obstante, si el aumento del producto potencial conlleva, en su etapa inicial, una considerable presión bajista sobre los precios, podría ser conveniente reducir a corto plazo los tipos de interés. En tal situación, sería difícil precisar el momento y la magnitud adecuados para modificar con el tiempo el tipo de interés, especialmente cuando no está claro si el cambio en el crecimiento de la productividad será permanente o transitorio.

... responder adecuadamente a las mejoras por el lado de la oferta ...

Incluso si los bancos centrales fueran capaces de identificar adecuadamente una intensificación del exceso de demanda, en ausencia de un aumento de la tasa de inflación principal, podría resultarles difícil endurecer la política monetaria a causa de consideraciones de naturaleza político-económica. A pesar del mayor grado de independencia del que ahora gozan muchos bancos centrales, les puede resultar difícil elevar los tipos de interés si se estima que ya se ha logrado alcanzar el objetivo anunciado de la política monetaria, a saber, una inflación reducida y estable.

... hacer frente a las presiones políticas ...

Como ya ha ocurrido en el pasado, la decisión de endurecer la política monetaria puede complicarse cuando existen grandes discrepancias entre la evolución de los distintos sectores de la economía, y cuando varía la sensibilidad de los distintos sectores ante los cambios en la política monetaria. En estas condiciones, una sola línea de actuación de la política monetaria sería incapaz de satisfacer las necesidades de cada sector. Un ejemplo reciente es el crecimiento relativamente rápido del sector de alta tecnología. Este sector ha sido mucho más sensible a las fluctuaciones de los precios de las acciones que a los tipos de interés a largo plazo, ya que su estructura financiera presentaba un gran sesgo en favor de los fondos propios. Por su parte, es lógico que los sectores de crecimiento lento presionen a las autoridades para que no endurezcan la política monetaria, como ha ocurrido durante los últimos años en el Reino Unido.

... y equilibrar las discrepancias sectoriales

La experiencia de Japón a finales de la década de los 80 ilustra la naturaleza de los dilemas que conlleva el endurecimiento de la política monetaria. El Banco de Japón se encontró en una encrucijada en la que un sólido crecimiento de la productividad, junto con fuertes aumentos de los precios de los activos y una inflación reducida hacían objetivamente muy difícil un endurecimiento de su política monetaria, a pesar de que los desequilibrios se iban acumulando. De hecho, el Banco se vio sometido a una gran presión, incluso por parte de la comunidad internacional, para

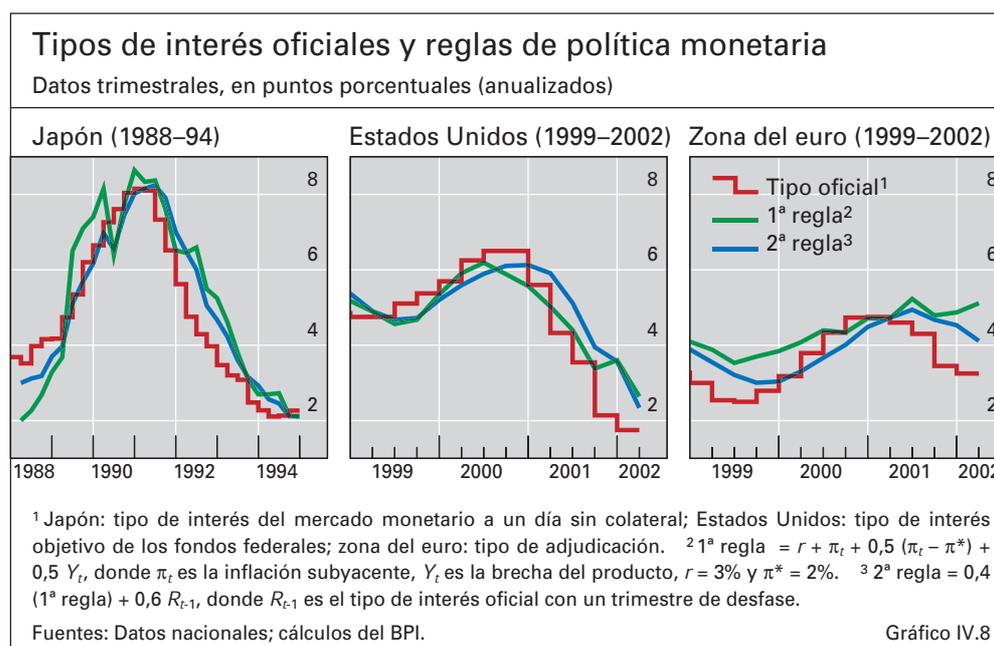
El Banco de Japón y la Reserva Federal se enfrentaron a situaciones similares ...

mantener reducidos sus tipos de interés. Aunque con algunas diferencias importantes, la Reserva Federal se enfrentó a una situación similar durante el último ciclo, cuando las autoridades creyeron que las perspectivas de crecimiento a largo plazo se habían tornado más favorables y que la situación del sistema financiero era sólida. Por lo tanto, en un primer momento no endurecieron la política monetaria, pero elevaron después los tipos de interés en mayor medida cuando se consideró que el ritmo de crecimiento de la economía era insostenible. No obstante, la evidente necesidad de endurecimiento se vio atenuada por la relativa estabilidad de la tasa de inflación observada.

... que dieron lugar a medidas similares ...

Con la perspectiva que proporciona el paso del tiempo, se ha afirmado que en el caso de Japón, la aplicación más temprana de una política monetaria más estricta, habría reducido la acumulación de capitales improductivos y la vulnerabilidad de los bancos, y podría haber suavizado la posterior desaceleración. Sin embargo, la identificación y aplicación de la política adecuada en el momento es una tarea mucho más difícil. De hecho, las conocidas reglas de política monetaria basadas en la evolución de las brechas del producto y de la inflación, que se suelen utilizar para describir las políticas que siguen los bancos centrales, indican que en el caso de Japón las medidas adoptadas estaban en sintonía con las experiencias anteriores (véase el gráfico IV.8). La medición del incremento de los desequilibrios financieros y las distorsiones que conllevan en la toma de decisiones de inversión podrían haber ayudado a formular la política. Sin embargo, la experiencia mucho más positiva hasta el momento en Estados Unidos destaca la complejidad de las decisiones necesarias para evaluar y combatir los desequilibrios financieros (véase el gráfico). En este país, a pesar de la articulación de políticas relativamente similares y de la semejanza de las condiciones generales, la recesión posterior ha sido mucho más moderada. La ausencia de desajustes en los precios de las propiedades inmobiliarias

... pero con resultados diferentes



comerciales, la dispersión de riesgos a través de los mercados de capital y un sistema bancario más fuerte han contribuido a fortalecer la capacidad de recuperación de Estados Unidos frente a la brusca desaceleración económica (véase el capítulo VII).

Las dificultades señaladas a la hora de poner en práctica una política monetaria suficientemente preventiva en el nuevo entorno macroeconómico tendrían menor importancia si —como parece plausible— la necesidad de prevención monetaria también fuera menor. En primer lugar, al estar las expectativas de inflación mejor ancladas, los bancos centrales disponen de más tiempo para evaluar la situación económica antes de actuar, sin correr el riesgo de que la inflación experimente una subida significativa. Por supuesto, este mayor margen de maniobra existe siempre que los desequilibrios no se acumulen y requieran posteriormente medidas correctoras más costosas. En segundo lugar, y como se afirma a menudo sobre la base de la experiencia de Estados Unidos, el intervalo de transmisión de la política monetaria a la demanda agregada puede haberse acortado gracias a los avances tecnológicos y a los cambios experimentados en los mercados financieros. La adopción de sistemas de gestión de existencias “just-in-time” (es decir, a medida que van llegando los pedidos) es un ejemplo de decisiones de inversión ante cambios en las condiciones económicas. Además, una mayor participación de las familias en los mercados bursátiles podría haber potenciado el efecto-riqueza sobre el consumo (véase el capítulo II).

La política preventiva puede tener ahora una menor importancia

¿Cuándo se debe relajar la política monetaria?

Las mismas reflexiones que suscita el endurecimiento de la política monetaria se aplican a la relajación de la misma. Además, la suavización monetaria afronta otras dificultades motivadas por ciertas asimetrías que podrían afectar a la dinámica de la economía.

En primer lugar, la naturaleza de la última fase expansiva puede limitar la eficacia de la relajación de la política monetaria, según la profundidad y la influencia de los desequilibrios generados durante la expansión. Como ilustra la experiencia desde principios de los años 90, los excesos de acumulación de capital y posiblemente las tensiones financieras pueden obstaculizar la tarea. En estos casos, la eficacia de una política más expansiva queda circunscrita en buena medida a los componentes de la demanda cuyos desequilibrios no revisten mucha gravedad. Por ejemplo, mientras que los recortes de tipos de interés no influyeron demasiado a la hora de contrarrestar las drásticas reducciones del gasto de inversión durante la desaceleración económica del pasado año, el crecimiento del consumo permaneció fuerte, al aprovechar las familias esta financiación más barata (véase más arriba y también el capítulo II).

“Empujar una cuerda”

Una segunda dificultad es la restricción que supone el límite inferior cero (LIC) de los tipos de interés nominales. Se plantean dos cuestiones en este contexto. La primera tiene que ver con el modo de articulación de la política monetaria cuando los tipos de interés se aproximan al LIC, que fue muy pertinente el pasado año cuando los tipos de interés a corto plazo se acercaron a mínimos históricos, como en el caso de Estados Unidos. La

Restricciones impuestas por el límite inferior cero

segunda cuestión se refiere a las políticas que podrían adoptarse una vez alcanzado el LIC, como en el caso de Japón.

Existen dos puntos de vista:

... guardar una bala en la recámara ...

... o quemar las naves

Existen, como mínimo, dos líneas de actuación opuestas a la hora de relajar la política monetaria cuando la aproximación de los tipos de interés al LIC puede ser un motivo de preocupación. Una de ellas aboga por reducir lentamente los tipos de interés (es decir, suavizar las modificaciones de los tipos de interés). Este enfoque más cauto consiste en “guardar una bala en la recámara” en el caso de que la demanda no responda inicialmente. La línea de actuación alternativa consiste en reducir considerablemente los tipos de interés para tratar de estimular rápidamente la demanda. Este tipo de política reacciona con fuerza frente a los acontecimientos actuales y los previstos, sin intentar suavizar demasiado las modificaciones de los tipos de interés. El objetivo es evitar un largo periodo de debilidad económica para reducir así las posibilidades de que el LIC acabe por convertirse en una restricción inevitable.

Aunque una conducta gradual puede ser deseable en una estrategia general de política monetaria, una política más impetuosa puede resultar más conveniente a medida que aumenta el riesgo de alcanzar el LIC. La conducta inercial puede ser efectiva en circunstancias normales, en la medida en que, haciendo que las modificaciones de los tipos de interés sean más persistentes, el público tiende a esperar que cualquier modificación de los tipos de interés se mantenga más tiempo. Esto puede tener mayor influencia sobre los rendimientos a largo plazo, que parecen pesar más en las decisiones de inversión en muchos países, sobre todo en Europa, y puede fomentar al mismo tiempo la estabilidad financiera al reducir la variabilidad de los tipos a corto plazo. Sin embargo, cuando los tipos de interés oficiales se están aproximando al LIC, una respuesta más contundente, pero controlada, frente a las condiciones económicas existentes puede tener un mayor efecto inmediato en la demanda, no sólo por influir en la confianza, sino también por mejorar los balances de las empresas. Por la misma razón, podría posiblemente limitar en primer lugar el riesgo de alcanzar el LIC.

Cuando se analiza la política monetaria desde esta perspectiva, se estima que los bancos centrales muestran distintas preferencias. En concreto, el Banco de Japón ha sido criticado en ocasiones por haber seguido una estrategia de relajación monetaria demasiado cauta tras la fuerte caída de los activos a comienzos de la década de los 90. Por el contrario, se considera que la Reserva Federal ha sido en general mucho más contundente al recortar los tipos de interés, tanto recientemente como en el otoño de 1998 durante la crisis de los mercados financieros internacionales. En general, se considera que el BCE ocupa una posición intermedia.

Comparación de distintas respuestas de los bancos centrales

Aunque sin duda existen algunas diferencias de estrategia, un análisis más formal, según las reglas de referencia de política monetaria, indica que se puede estar exagerando tales diferencias (véase el gráfico IV.8). Una vez consideradas las evoluciones de la producción y de la inflación, los contrastes entre las medidas adoptadas por los tres bancos centrales no son tan obvios en los momentos inmediatamente posteriores a las desaceleraciones comentadas. Al mismo tiempo, las diferentes

situaciones de partida pueden dificultar la comparación, y no cabe duda de que la necesidad de restablecer la confianza tras los sucesos del 11 de septiembre de 2001 condicionó los acontecimientos más recientes.

El caso de Japón, donde el banco central ha luchado sin éxito para estimular la economía, subraya la importancia de evitar el LIC. Con unos tipos de interés a corto plazo prácticamente situados en el nivel cero, las opciones de política monetaria se han reducido enormemente. El Banco ha intentado inyectar mayor liquidez en la economía mediante la expansión cuantitativa de las reservas bancarias. Sin embargo, como se ha señalado más arriba, esta política sólo ha tenido por el momento un éxito parcial a la hora de estimular la demanda. Una segunda opción utilizada recientemente por el Banco, consiste en aumentar las compras directas de bonos del Estado japonés, lo que sin embargo no es demasiado eficaz cuando los tipos de interés a largo plazo son ya bastante reducidos. El banco central también podría comprar otros activos internos, como deuda emitida por empresas, acciones o propiedades inmobiliarias, para intentar revitalizar los deprimidos mercados de activos, pero la tenencia de tales activos implicaría directamente al banco central en la intermediación del riesgo de crédito, lo expondría a minusvalías y, en última instancia, pondría en entredicho la independencia del banco central.

Políticas
monetarias
alternativas ...

Otra opción que ha suscitado gran interés por parte de la opinión pública consiste en lograr una depreciación del tipo de cambio con el fin de estimular la actividad económica. El banco central o el gobierno podría “hablar de depreciar” el tipo de cambio, intervenir enérgicamente en el mercado de divisas o incluso fijar el tipo de cambio a un nivel más bajo. Sin embargo, esta alternativa tampoco está exenta de inconvenientes. Mientras que la reciente depreciación del yen ha tenido algunos efectos positivos (entre ellos, y no menos importante, el aumento de los beneficios en el sector de las exportaciones), los beneficios para el conjunto de la economía, en términos de producto y precios, se han visto afectados por tratarse de una economía relativamente cerrada. Además, aunque la depreciación fuera eficaz en una fase inicial, podría durar poco si otros países respondieran del mismo modo.

... como la
depreciación de la
moneda

Todos estos argumentos apuntan a que cuando se ha alcanzado el LIC, la efectividad de la política monetaria se ve muy afectada. La aplicación de políticas de apoyo, tanto macroeconómicas como microeconómicas, se convierte en condición previa para su efectividad. Concretamente en el caso de Japón como defiende su banco central las reformas estructurales son esenciales, sobre todo la reestructuración financiera y empresarial.

También surgen problemas cuando los tipos de interés se han situado durante un largo periodo al nivel cero (o en términos más generales, a un nivel excepcionalmente bajo) y es necesario elevarlos a niveles más normales, ya que un aumento inesperado de los mismos podría afectar negativamente al sistema financiero. Así ocurriría si durante el periodo de configuración anómala de los tipos de interés, los agentes de los mercados financieros hubieran adoptado posiciones muy apalancadas confiando en que las condiciones se mantuvieran. Por ejemplo, el significativo repunte de los tipos de interés a largo plazo que se produjo en Estados Unidos en 1994, se

atribuye en ocasiones a este tipo de situación. En tales situaciones, sería muy útil que los bancos centrales prepararan a los mercados antes de poner en marcha la primera subida de los tipos de interés (véase más arriba).

Resumen

A modo de conclusión, se puede afirmar que el control de la inflación ha sido un gran logro que ha sentado las bases para que la economía mundial pueda obtener mejores resultados a largo plazo y ha proporcionado a las autoridades monetarias mayor margen de maniobra. Al mismo tiempo, en la economía de hoy en día, la política monetaria ha de seguir enfrentándose a nuevos retos, que podrían estar menos claros que en periodos anteriores de lucha contra una inflación elevada e inestable. Es necesario que los bancos centrales permanezcan tan alerta como siempre.

Un importante riesgo derivado del nuevo entorno macroeconómico es que la introducción de medidas preventivas podría ser ahora algo más difícil, a causa de la dinámica cambiante de la economía y de consideraciones de tipo político. En concreto, resulta una paradoja que, con unas expectativas bien ancladas alrededor de una inflación baja y apuntaladas por la credibilidad de los bancos centrales, los desajustes subyacentes entre la demanda y la oferta puedan tardar más en manifestarse en la inflación general. En estas condiciones, existen motivos para creer que a la hora de instrumentar la política monetaria, podría ser útil asignar una ponderación algo mayor a los cálculos de desequilibrios financieros, especialmente al incremento excepcionalmente rápido del crédito y del precio de los activos, que señalan dichos desajustes. Sin embargo, hay que seguir profundizando en el análisis para comprender la dinámica de la economía en el nuevo entorno y para extraer conclusiones sólidas de política monetaria.