

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

Durante el periodo examinado, la política monetaria en las economías industrializadas fue expansiva. Esto se debió en parte a la tímida recuperación que tuvo lugar en 2002 y en parte a los riesgos de un brusco empeoramiento de la actividad económica en un entorno de elevada incertidumbre. En concreto, las autoridades económicas se vieron enfrentadas a la necesidad de apoyar el gasto en consumo, contrarrestar los efectos de los lastres financieros de finales de 2002 sobre la demanda y mejorar la confianza en medio de la incertidumbre geopolítica reinante a comienzos de 2003.

En Estados Unidos, los persistentes efectos de los desequilibrios anteriores siguieron afectando considerablemente las expectativas de una recuperación sólida. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo constante su tipo de interés oficial objetivo durante la mayor parte del periodo y bajó el tipo de interés una sola vez a finales de 2002. El BCE en un principio mantuvo los tipos de interés estables en niveles más elevados, ya que la inflación seguía siendo motivo de preocupación, pero acabó reduciéndolos cuando el crecimiento se debilitó de forma inesperada. El entorno de la política monetaria en Japón fue un caso único. La economía dio muestras de estabilización, pero las perspectivas siguieron siendo muy inciertas. Por ello, el Banco de Japón siguió aplicando e intensificando sus políticas de suavización en términos cuantitativos. La situación resultó más variada en otros países industrializados y algunos bancos centrales elevaron los tipos de interés ante los temores de una acentuación de las presiones inflacionistas.

A pesar de la suposición generalizada de que el crecimiento se recuperará en un entorno de baja inflación, las economías todavía se muestran vulnerables a diversos desequilibrios. Éstos aumentan la posibilidad de que se prolongue el periodo de debilidad, en cuyo caso, la deflación podría extenderse fuera de Asia. Al final de este capítulo se presenta una sección especial en la que se aborda el riesgo de deflación y sus consecuencias para los bancos centrales en las economías industrializadas avanzadas.

Repaso de los acontecimientos

Estados Unidos

Durante el periodo analizado, la Reserva Federal mantuvo su postura marcadamente acomodaticia en materia de política monetaria, en respuesta a una economía acosada por la atonía en la actividad, riesgos económicos y geopolíticos y la posibilidad de un debilitamiento del mecanismo de

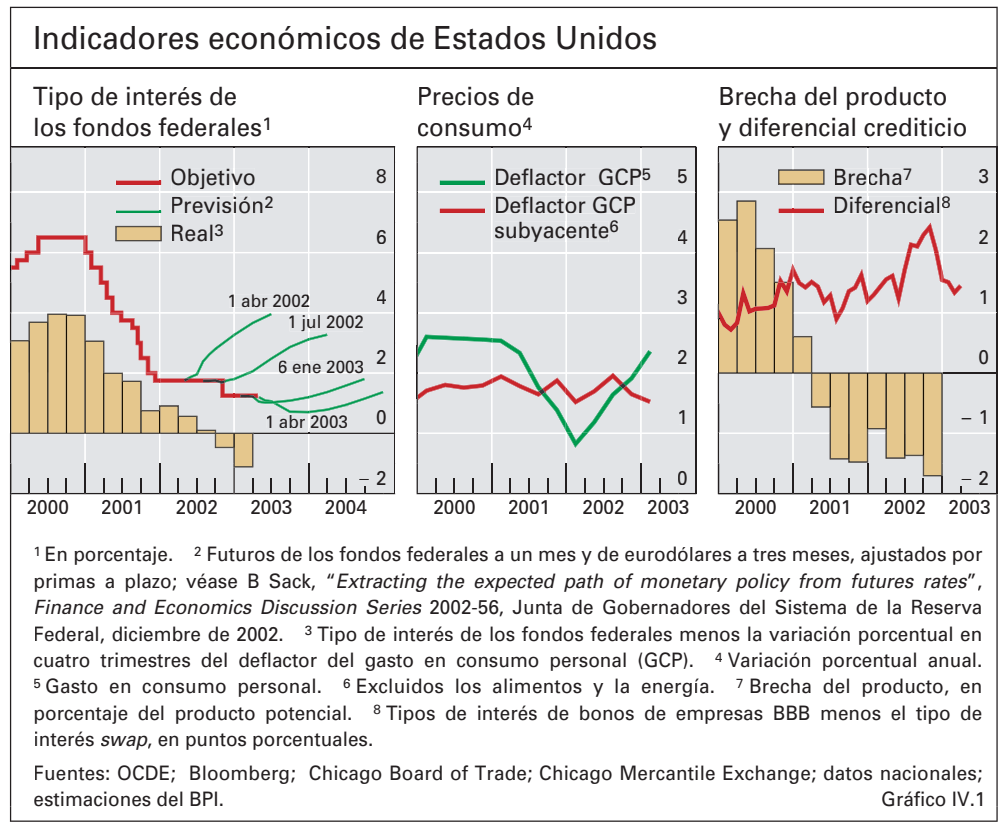
La política monetaria estadounidense continuó siendo muy acomodaticia

transmisión de la política monetaria. Sin embargo, conforme la situación económica fue evolucionando, la Reserva Federal consideró necesario introducir varios ajustes en el grado de estímulo de su política.

A comienzos de 2002, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) modificó su valoración de los riesgos, dejando de estar principalmente inclinado hacia la debilidad económica para basarse en una evaluación equilibrada de las perspectivas de crecimiento del producto y de la inflación. El consumo privado había demostrado tener una mejor capacidad de adaptación de lo inicialmente previsto y el ciclo de las existencias se había vuelto más favorable. Con estas perspectivas más optimistas y un tipo de interés oficial de solamente el 1,75%, los mercados esperaban un incremento considerable a corto plazo del tipo de interés objetivo de los fondos federales (véase el Gráfico IV.1). Sin embargo, en agosto el FOMC había revisado a la baja sus expectativas en cuanto a la fortaleza de la recuperación y a la gravedad de las presiones inflacionistas, con lo que volvió a llevar el balance de riesgos hacia un crecimiento más débil. En noviembre, la situación se había debilitado lo suficiente como para justificar un recorte en el tipo de interés oficial de 50 puntos básicos, algo mayor de lo que se esperaba. Con una tasa de inflación general interanual en torno al 2%, el tipo de interés de los fondos federales ajustado por la inflación cayó hasta aproximadamente el -1% por primera vez desde mediados de los años 70.

Recorte del tipo de interés de los fondos federales hasta el nivel más bajo de los últimos 40 años

La creciente incertidumbre se mencionó como uno de los principales factores que habían conducido a la decisión de noviembre, debido a su efecto inhibitor sobre el gasto, la producción y el empleo. La aprensión del mercado ante los escándalos corporativos y las irregularidades contables también



supuso un contratiempo fuera de lo corriente que se tradujo en un debilitamiento de los mercados de renta variable y en un incremento de los diferenciales crediticios (véase el Capítulo VI). El FOMC reaccionó de forma un tanto sorprendente al acompañar la reducción del tipo de interés con la adopción de una valoración equilibrada de los riesgos. Parece que la combinación de estas dos decisiones ocasionó cierta confusión en el mercado en cuanto a la verdadera postura del Comité sobre la evolución del tipo de interés oficial a corto plazo.

La incertidumbre se intensificó, especialmente en el ámbito geopolítico

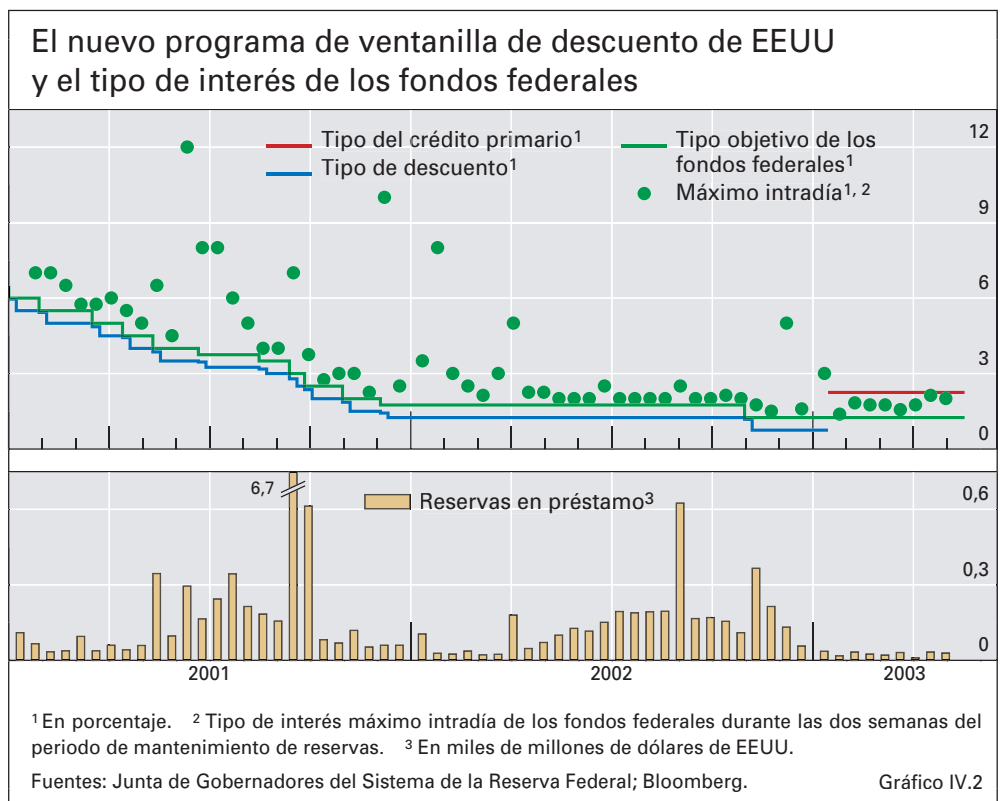
A comienzos de 2003 el tipo de interés oficial se mantuvo estable, a pesar de la intensificación de la incertidumbre sobre la evolución económica a corto plazo. Sin embargo, el FOMC suspendió temporalmente su práctica habitual de anunciar su valoración del riesgo al término de las reuniones programadas regularmente. A través de un comunicado de prensa, manifestó la imposibilidad de facilitar información útil debido a que la situación se había vuelto demasiado incierta. No obstante, en el mes de mayo el FOMC reanudó esta práctica y consideró que los riesgos se inclinaban predominantemente hacia la debilidad. Aunque se consideraba que los riesgos para el logro de un crecimiento sostenible a corto plazo estaban aproximadamente equilibrados, el FOMC interpretó que la probabilidad de que se produjera una caída considerable e indeseada de la inflación, aunque pequeña, era mayor que la de un repunte de la misma.

Se abordó la posibilidad de que se produjera deflación ...

Otros dos asuntos importantes atrajeron especialmente la atención durante el periodo analizado: la deflación y la eficacia de la política monetaria. Este pasado año no se pudo descartar por completo la posibilidad, si bien remota, de que se produjera en algún momento un fenómeno deflacionario, dada la situación de inflación baja, atonía económica persistente, desequilibrios financieros potencialmente graves y una recuperación aún vulnerable a acontecimientos negativos. A lo largo del periodo, la Reserva Federal anunció que, aun en el supuesto improbable de que los tipos de interés nominales llegaran a cero, otros instrumentos de política monetaria se estimaban suficientes para combatir la deflación (véase a continuación).

... y se plantearon dudas sobre la efectividad de la política monetaria

La débil recuperación también suscitó dudas sobre la efectividad de la política monetaria en las circunstancias actuales. No cabe duda de que la actividad de algunos sectores, como la inversión en capital y las propiedades inmobiliarias comerciales, resultó especialmente decepcionante. La confianza de las empresas y los consumidores también resultó hasta cierto punto insensible a los tipos de interés más bajos. Esto se debió en parte a la incertidumbre reinante, pero también al menor precio de las acciones y a la necesidad de fortalecer los balances de las empresas. Estos acontecimientos, así como la caída del dólar, parece que provocaron cierta huida hacia la calidad, aunque este cambio se produjo de forma ordenada y controlada (véase el Capítulo VI). En general, estas dificultades persistentes necesitaron tipos de interés oficiales más bajos de lo habitual para conseguir el estímulo deseado. Incluso así, la política monetaria tuvo un efecto positivo en muchos otros sectores sensibles a los tipos de interés, como la vivienda, la demanda de bienes relacionados con ella y los bienes de consumo duraderos, especialmente los automóviles (véase el Capítulo II). Por lo tanto, los datos



disponibles hasta el momento apuntan a un reducido riesgo de que la política monetaria en su conjunto sea ineficaz.

En enero de 2003, la Reserva Federal adoptó una nueva estructura institucional para su ventanilla de descuento. Sustituyó los programas de crédito de ajuste y de crédito ampliado por una nueva facilidad de tipo lombardo similar a las que ofrecen otros importantes bancos centrales. El programa de crédito primario, que ahora es su programa principal, concede créditos a instituciones depositarias solventes a un tipo de interés por encima del tipo de interés objetivo de los fondos federales, y lo hace "sin hacer preguntas" (véase el Gráfico IV.2). Con este sistema, desaparecen muchos de los obstáculos administrativos asociados con el programa anterior. El tipo de interés para los préstamos también debe servir de límite superior para la volatilidad intradía del tipo de interés de los fondos federales. Las modificaciones introducidas en la ventanilla de descuento no pretenden reflejar ningún cambio de orientación en la política monetaria, que sigue estando determinada principalmente por el tipo de interés objetivo de los fondos federales.

La Reserva Federal adoptó una facilidad de crédito de tipo lombardo

La zona del euro

Durante la mayor parte de 2002, los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en la zona del euro (véase el Gráfico IV.3). El entorno estuvo caracterizado por un crecimiento sorprendentemente débil y una persistente inflación elevada que se mantuvo por encima del límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE. Durante un tiempo, el BCE temió que las expectativas de inflación se consolidaran por encima de este techo.

La política monetaria fue moderadamente expansiva en la zona del euro

Las presiones inflacionistas fueron motivo de preocupación en el primer semestre de 2002 ...

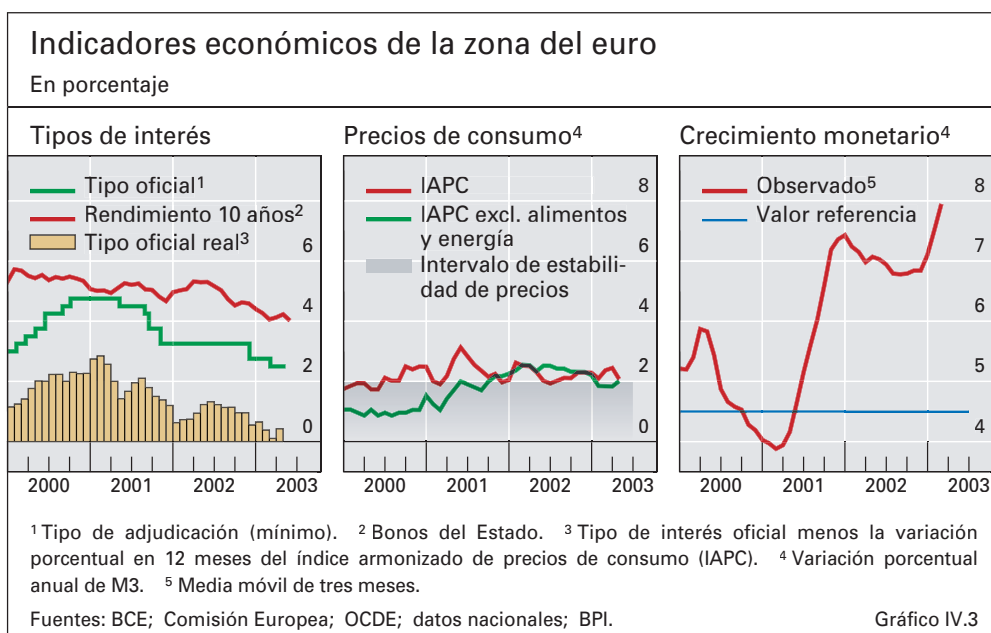
Sin embargo, la postura del BCE sobre el equilibrio de riesgos para la estabilidad de precios se modificó a lo largo del año. Se consideró que los riesgos de inflación estaban aumentando en el verano de 2002, debido al continuo ritmo de crecimiento elevado del agregado monetario, a la evolución de los salarios y a la percepción por parte del público de los efectos inflacionarios del cambio a los billetes y monedas de euro. El BCE adoptó una postura más neutral a comienzos del otoño, a pesar de que tanto el agregado monetario como los salarios seguían mostrando tendencias desfavorables y de que se produjo un incremento en el precio del petróleo. A comienzos de noviembre, los riesgos se percibían claramente a la baja, habida cuenta de la incertidumbre sobre la evolución del crecimiento.

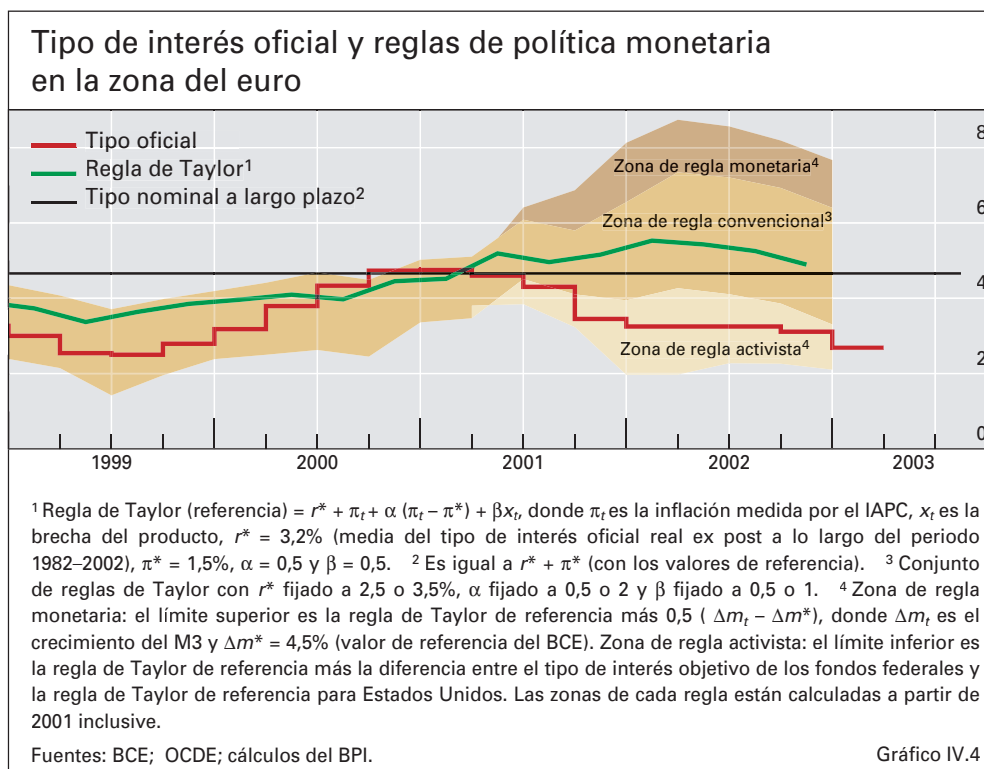
... pero más adelante los riesgos a la baja se acentuaron

En diciembre, el BCE redujo el tipo principal de refinanciación en 50 puntos básicos, ya que las presiones inflacionistas daban muestras de estar reduciéndose como consecuencia del lento crecimiento y de riesgos a la baja, que parecían aún mayores. Mientras tanto, el crecimiento de M3 se mantuvo bastante por encima del valor de referencia del BCE del 4,5%. El BCE explicó que el fuerte crecimiento del agregado monetario se debía en buena medida a reasignaciones de cartera motivadas por la mayor incertidumbre del entorno económico, las tensiones de los mercados financieros y los tipos de interés más bajos. Con todo, la persistente desviación del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia llevó a preguntarse cuánto tiempo pasaría hasta que la demanda de agregados monetarios amplios volviera a ser suficientemente estable como para constituir un indicador fiable para la política monetaria.

A comienzos de 2003, se rebajaron los tipos de interés

A comienzos de marzo se produjo un nuevo recorte de los tipos de interés oficiales, ya que se esperaba que las presiones inflacionistas se moderaran todavía más ante la persistencia de un crecimiento más débil y la apreciación del euro. Ante la considerable incertidumbre causada por las tensiones geopolíticas, el BCE, al igual que la Reserva Federal, señaló que resultaba





difícil definir el equilibrio de riesgos a corto plazo. Además, se consideró que la orientación y la eficacia potencial de la política monetaria a medio plazo dependían de otras medidas oficiales adoptadas en la zona del euro, y en concreto de una mayor consolidación fiscal y del avance de las reformas de los mercados de trabajo y de productos.

Durante buena parte del periodo analizado, se criticó el tono de la política monetaria del BCE por ser demasiado restrictivo, especialmente en comparación con el de la Reserva Federal. Es posible que influyeran en esto las diferencias en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y en el diseño de las mismas, concretamente el propósito más explícito del BCE por conseguir la estabilidad de precios y la mayor importancia que concede a los agregados monetarios. Al mismo tiempo, también cabe la posibilidad de que las diferencias entre las condiciones económicas de la zona del euro y Estados Unidos hayan estado en consonancia con el mantenimiento de tipos de interés relativamente más altos.

De hecho, hay indicios de que el BCE y la Reserva Federal, aunque con arreglo a las circunstancias de sus respectivas economías, han mantenido políticas económicas paralelas en lo esencial. En el Gráfico IV.4 figura una evaluación de la orientación de la política monetaria en la zona del euro. En el gráfico se compara el tipo de interés oficial observado con una serie de valores para el tipo de interés oficial obtenidos utilizando varias reglas del tipo Taylor. De acuerdo con estos datos, no sólo el tipo oficial ha estado por debajo de su nivel neutral a largo plazo, sino que además la política monetaria del BCE ha sido más expansiva de lo que cabría esperar bajo la gama de reglas de Taylor convencionales. Esto sería aún más evidente si se hubiera considerado apropiado que la política monetaria respondiera directamente al crecimiento

Se criticó el tono de la política monetaria del BCE por ser demasiado restrictivo ...

... pero esto estaba reñido con los elementos de referencia convencionales

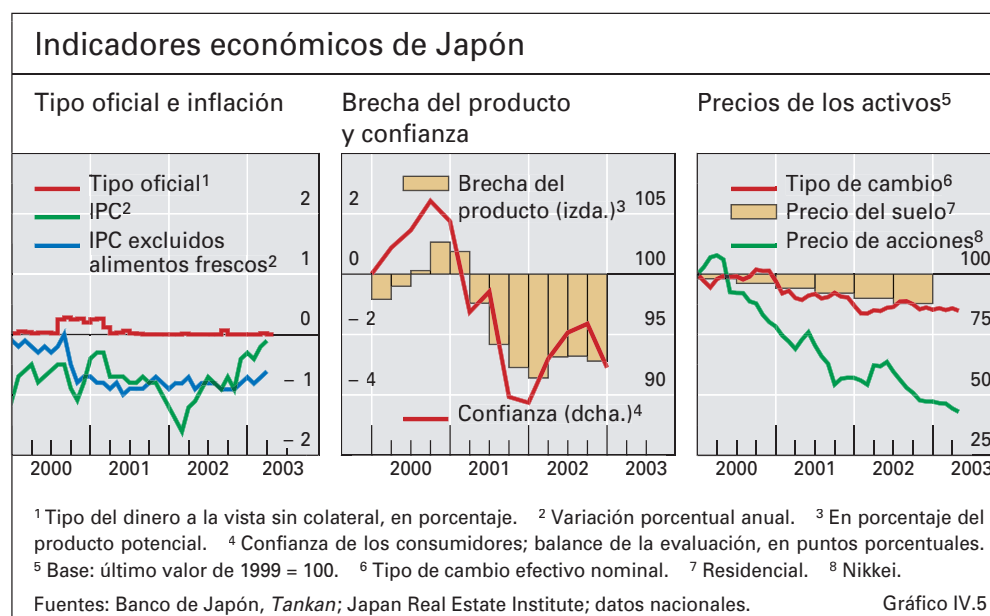
de M3, además de a la inflación y la brecha del producto. Sin embargo, al igual que en Estados Unidos, donde el tipo de interés de los fondos federales se ha mantenido igualmente por debajo de los niveles indicados por la regla de Taylor, la postura particularmente expansiva con relación a reglas de referencia tan simples podría justificarse por la concurrencia de una serie de circunstancias poco comunes. Entre ellas se encuentran la caída previa de los precios de las acciones, la situación geopolítica e incluso la posibilidad de que los tipos de interés alcanzaran el límite inferior cero. Ninguno de estos factores es fácil de incorporar a las reglas convencionales de la política monetaria.

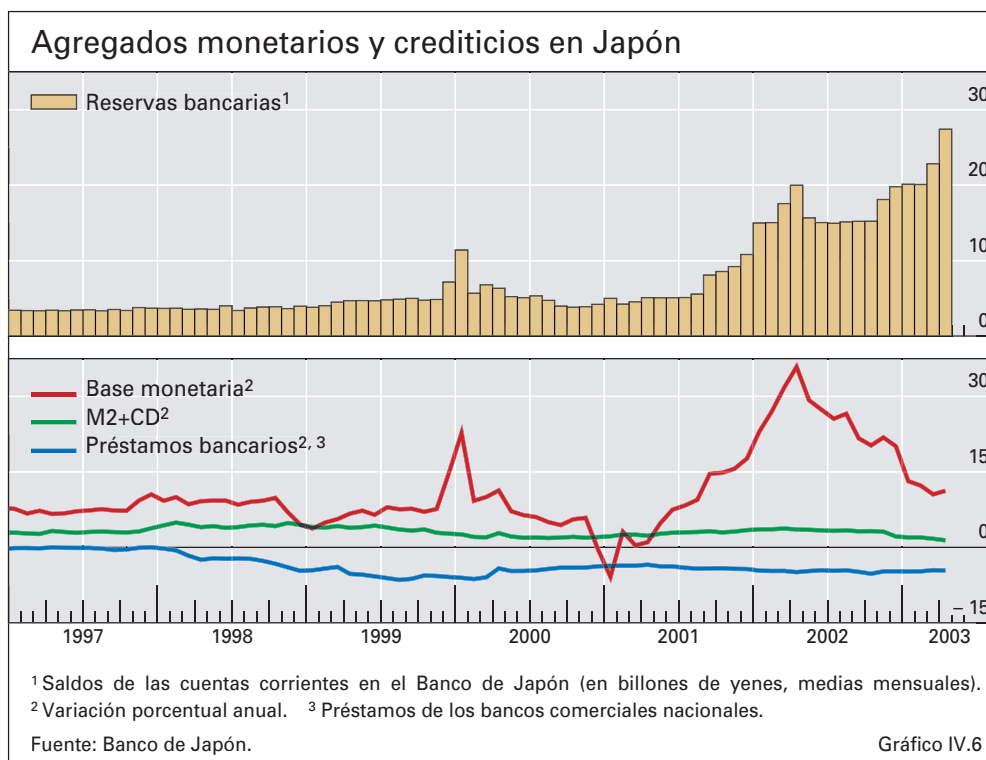
En mayo de 2003, el BCE anunció los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria. Aunque decidió mantener la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno aclaró que su objetivo es mantener la tasa de inflación cercana al 2% en el medio plazo, reiterando su compromiso de evitar la deflación. Además, si bien confirmó su enfoque basado en dos pilares, recalcó que éstos corresponden a dos horizontes de política económica diferentes. Los riesgos para la estabilidad de precios en el corto y medio plazo serán evaluados a partir de un análisis económico amplio que hará hincapié en las perturbaciones que afecten a la zona del euro y en las previsiones de las principales variables. El análisis monetario servirá para verificar las tendencias inflacionarias a medio y largo plazo.

Japón

El Banco de Japón continuó con la suavización cuantitativa

En Japón persistió la deflación durante el periodo analizado, aunque de forma moderada, quedando el IPC subyacente justo por encima del -1% (véase el Gráfico IV.5). Al mismo tiempo, la economía japonesa mostró algunos signos de estabilización durante el año 2002, alentada por la demanda externa. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo su política de suavización cuantitativa, lo cual contribuyó a que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieran anclados prácticamente en cero. El objetivo para el nivel de los saldos de las cuentas corrientes se mantuvo inicialmente en 10-15 billones





de yenes, pero en octubre se aumentó a 15–20 billones de yenes (véase el Gráfico IV.6). Además, el Banco de Japón incrementó sus compras directas de bonos del Estado a largo plazo en aproximadamente un 20%. La base monetaria creció a un ritmo más lento en la segunda mitad de 2002, aunque el crecimiento de los agregados monetarios amplios (M2+CD) se mantuvo estable en torno al 3%. El crédito comercial se redujo todavía más, lo cual refleja la continua tendencia a la baja de la inversión fija empresarial, los esfuerzos de las empresas por afianzar sus balances y las actitudes más restrictivas de las instituciones financieras a la hora de conceder préstamos.

La política monetaria se relajó aún más en la primera parte de 2003 en respuesta a los mayores riesgos que suponían para la recuperación económica la apreciación del yen frente al dólar y las tensiones geopolíticas. Además, siguieron cayendo los precios de las acciones y también los de la vivienda y los inmuebles comerciales. En una reunión extraordinaria de su consejo de administración celebrada en marzo, el Banco de Japón reafirmó su intención de inyectar abundante liquidez en la economía, incluso por encima de su objetivo para los niveles de las cuentas corrientes. También anunció un incremento en el límite para sus compras de acciones de bancos privados, que pasó de 2 a 3 billones de yenes y nombró un comité dedicado a resolver las posibles reacciones adversas del mercado ante los acontecimientos bélicos en Iraq. En abril, el Banco elevó aún más su objetivo para los saldos de las cuentas corrientes, que quedó fijado en 22–27 billones de yenes y en mayo volvió a elevarlo a 27–30 billones de yenes.

Ante la persistencia de la deflación y la falta de indicios que anunciaran una inmediata y sólida recuperación de la economía japonesa, la eficacia de

Se introdujeron otras medidas extraordinarias

Se suscitaron dudas sobre la suavización cuantitativa ...

la suavización cuantitativa quedó en tela de juicio. Además de otras medidas, como la reducción de los niveles de colateral, la decisión de adquirir carteras de valores de renta variable de los bancos intentaba complementar el programa de suavización cuantitativa. Esta medida se adoptó, entre otras razones, para tratar de proteger los balances de los bancos en caso de que se produjeran nuevas caídas en los precios de las acciones. También se esperaba que la medida contribuyera a restaurar la confianza en el mercado de renta variable en general. Hasta la fecha, estas compras de acciones se han realizado relativamente a pequeña escala. Sin duda, la decisión del Banco de Japón de comprar renta variable también se adoptó en buena medida para subrayar la gravedad de los problemas financieros del país.

... y continuaron solicitándose medidas más drásticas

El Banco de Japón también siguió soportando presiones para adoptar otras medidas incluso más radicales destinadas a combatir la deflación. Una alternativa que recibió el apoyo generalizado fue la ampliación de las compras de activos de riesgo por parte del Banco para incluir los bonos de titulización de activos, los fondos de inversiones inmobiliarias y los fondos cotizados en bolsa. Efectivamente, en abril de 2003 el Banco de Japón anunció su intención de adquirir valores respaldados por títulos de crédito y derechos de cobro, en un intento por canalizar fondos directamente hacia las pequeñas y medianas empresas. Otra posible medida era la adopción de un objetivo de inflación, aunque el Banco de Japón ya se ha comprometido a mantener su política de tipos de interés cero y suavización cuantitativa hasta que cesen las bajadas de los precios. También se sugirió la adopción de medidas monetarias conducentes a la depreciación del yen, para complementar las medidas sobre el tipo de cambio formuladas por el Ministerio de Economía. De hecho, las autoridades intervinieron varias veces en los mercados de divisas, especialmente a comienzos de 2003, aunque su objetivo era más bien frenar la apreciación del yen frente al dólar, y no tanto favorecer una depreciación.

Países con un objetivo de inflación

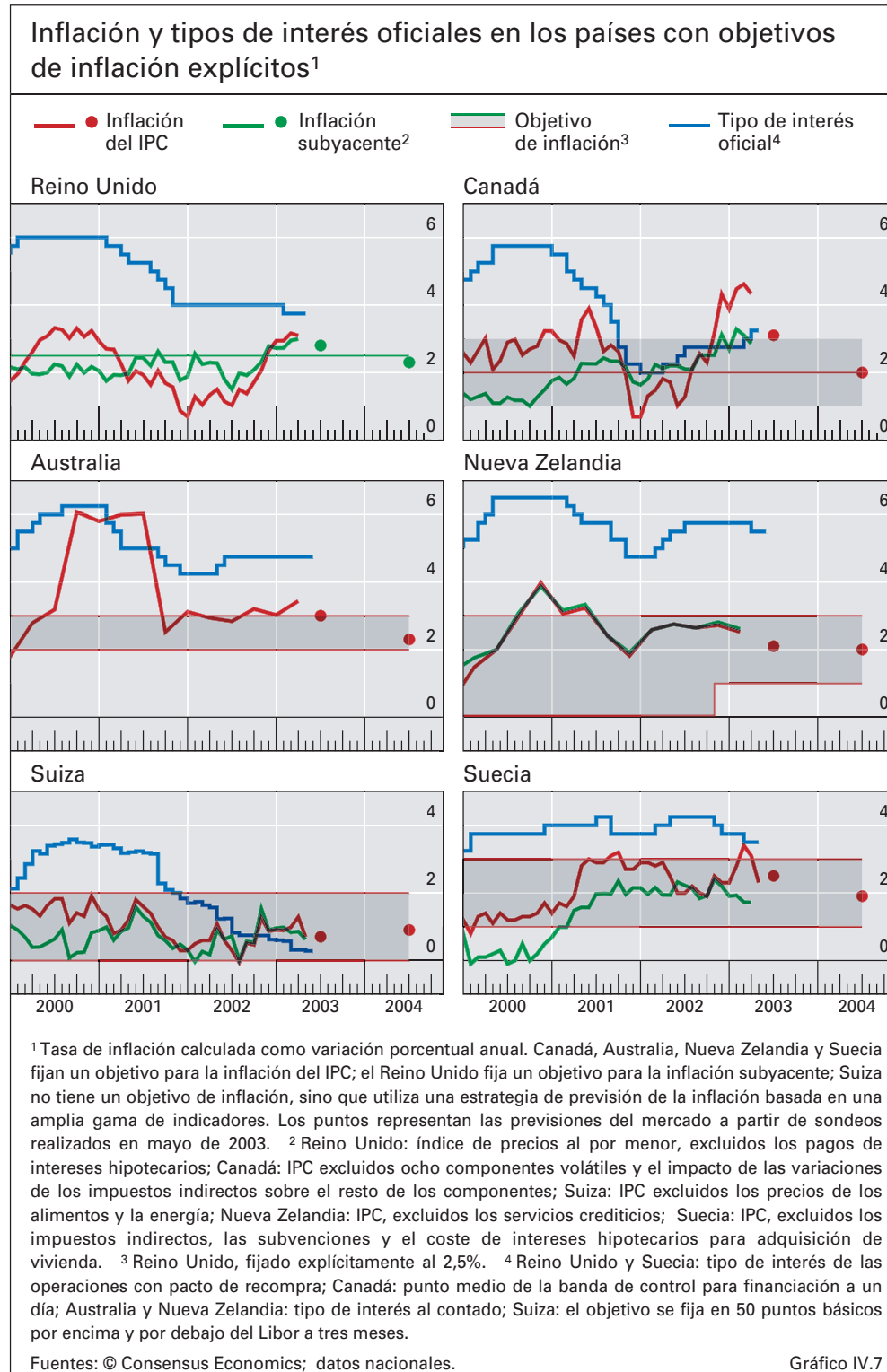
Generalización de las políticas monetarias expansivas

Los bancos centrales de los países con un objetivo de inflación explícito por lo general mantuvieron una orientación acomodaticia durante el periodo analizado. Hay varios factores comunes que subyacen a este impulso general: la desaceleración de la demanda mundial, la incertidumbre geopolítica y los efectos de las caídas previas de los precios de las acciones que persisten. Se llevaron a cabo políticas expansivas a pesar de que las presiones inflacionistas a corto plazo fueron en general elevadas, o aumentaron durante el periodo (véase el Gráfico IV.7). Se consideró que esta situación se debía en cierta medida a las subidas de los precios de la energía y otras circunstancias adversas por el lado de la oferta. Suponiendo que estas presiones fueran pasajeras y que sus efectos se atenuaran al cabo de cierto tiempo, la tasa de inflación se reduciría, especialmente si actuaran los efectos compensadores derivados de la apreciación de los tipos de cambio y la atonía económica.

Los acontecimientos propios de cada país ponen de manifiesto otros problemas de política económica a los que tuvieron que enfrentarse las

autoridades económicas a lo largo del año pasado, especialmente la forma de alcanzar el objetivo de inflación sin descuidar algunas incertidumbres importantes, tales como los riesgos inherentes en ocasiones a las subidas bruscas en los precios de la vivienda. El Banco de Inglaterra mantuvo su tipo de interés oficial estable durante la mayor parte del periodo, mientras la producción se mantenía por debajo del potencial y la inflación fluctuaba en torno al objetivo del 2,5%. El Banco expresó cierta reticencia a bajar los

Los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en general durante el segundo semestre de 2002



tipos de interés debido a las presiones de la demanda interna y al posible agravamiento de los desequilibrios en el sector de los hogares, especialmente aquellos derivados del activo mercado de la vivienda. Después de endurecer sus políticas monetarias a comienzos de 2002, el Banco de Canadá, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia mantuvieron sus tipos de interés sin cambios durante un tiempo, a pesar de la solidez del crecimiento interno y de la disminución de la capacidad sobrante, como medida de precaución ante los considerables riesgos de desaceleración. La apreciación de los tipos de cambio y una cierta moderación de las perspectivas de crecimiento mundial contribuyeron a mantener la inflación cerca de los límites superiores de sus respectivas bandas objetivo. El Banco de la Reserva de Australia y, en menor medida, el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia también se mostraron cada vez más atentos a los posibles problemas derivados del rápido encarecimiento de la vivienda. En Suecia, el Riksbank mantuvo su tipo de interés oficial en torno al 4% en 2002. Una de las preocupaciones más importantes durante el año fue la posibilidad de que la inflación, que se mantenía en el límite superior de la banda objetivo, pudiese quedar incrustada en forma de expectativas de inflación más altas.

La incertidumbre geopolítica contribuyó a que los tipos de interés fueran más bajos

Varios bancos centrales encontraron motivos para suavizar sus políticas monetarias en 2003. Esto se debió, en parte, al empeoramiento de las perspectivas económicas internacionales y a la reducción de la confianza, en estrecha relación con el resurgimiento de la incertidumbre justo antes de que estallara la guerra en Iraq. El Banco de Inglaterra redujo en febrero su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, para situarlo en el 3,75%, el nivel más bajo desde 1955. El Riksbank recortó el tipo de interés de las operaciones con pacto de recompra en 25 puntos básicos a mediados de marzo para protegerse de los riesgos de desaceleración. El Banco Nacional Suizo respondió al debilitamiento de la actividad internacional rebajando los límites inferior y superior de su banda objetivo para el Libor a tres meses hasta el 0% y 0,75% respectivamente, y el tipo de interés diario observado llegó a reducirse hasta el 0,29%. Al tener poco margen de maniobra a corto plazo, las autoridades suizas también anunciaron su intención de intervenir en el mercado de divisas para estimular la demanda, si fuera necesario. El Banco de la Reserva de Nueva Zelandia redujo su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos confiando en que las presiones inflacionistas se reducirían. En cambio, la continuada tendencia al alza en la inflación llevó al Banco de Canadá a aumentar su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos a comienzos del 2003.

Suiza se encuentra ahora cerca del límite inferior cero

Puede resultar necesario un nuevo equilibrio sectorial

Incluso si la recuperación mundial se afianza, las autoridades económicas de los países que cuentan con un objetivo de inflación seguirán teniendo que enfrentarse a varios desafíos. Es importante determinar si los acontecimientos puntuales que afectaron negativamente a la oferta a lo largo del año pasado, como los repuntes en el precio del crudo y en los precios del sector servicios en algunos países, pueden dar lugar a un aumento de la inflación. En la práctica, aunque estos acontecimientos persistieran, sería poco probable que afectaran tan seriamente a la inflación como lo hicieron en los años 70. Desde entonces, las expectativas de inflación se han ido afianzando en torno a un nivel inferior, en parte debido a la credibilidad de la lucha contra la inflación que

tanto ha costado conseguir. Las medidas encaminadas a fijar un objetivo de inflación han incrementado la confianza del público sobre el hecho de que no se permitirá una subida inexorable de las tasas de inflación.

También es importante determinar si los altos precios de la vivienda en algunos países son sostenibles. Si el encarecimiento de las viviendas que ha tenido lugar en países como el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda resulta ser sostenible, los bancos centrales no tienen necesidad de prestarles especial atención. En cambio, si estas subidas resultaran insostenibles y la posterior corrección fuese considerable, las autoridades económicas podrían enfrentarse a un periodo de ajuste potencialmente desestabilizador. En el contexto de otros desequilibrios financieros, unos descensos suficientemente bruscos en el gasto podrían incluso llegar a provocar deflación si los niveles iniciales de inflación del IPC fueran suficientemente bajos.

Preocupación por el precio de la vivienda

El riesgo de deflación y sus implicaciones

El concepto de deflación, es decir, un descenso en el nivel general de los precios, había caído en desuso durante la mayor parte del periodo de posguerra, que se vio caracterizado por una elevada tasa de inflación, pero últimamente ha surgido con mayor frecuencia en los debates sobre política económica. El éxito de las medidas para controlar la inflación ha acentuado la posibilidad de que las economías industrializadas más avanzadas puedan entrar en una situación de deflación si se produce una recesión importante. De hecho, teniendo en cuenta los sesgos que afectan a las mediciones estándar de los precios agregados, la frecuencia trimestral de casos de "deflación efectiva" ha aumentado notablemente (véanse el Cuadro IV.1 y el Capítulo III). La reciente experiencia japonesa, así como la época de la Gran Depresión, muestran con toda claridad que un entorno aparentemente benigno de baja inflación puede dar lugar a un periodo de deflación perjudicial.

La deflación se ha convertido en una preocupación generalizada

Una de las dificultades más serias a las que han tenido que enfrentarse los bancos centrales en un entorno deflacionario es la restricción que presenta el límite inferior cero (LIC). La importancia del LIC como limitación vinculante depende en última instancia de la gravedad de la deflación, así como del

Frecuencia de la deflación efectiva, T1 1960–T4 2002 ¹						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–01	2002
Inflación general	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
Deflactor del PIB ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Inflación subyacente ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Servicios menos vivienda ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Inflación al por mayor ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ La frecuencia de la inflación efectiva se define como el porcentaje de los trimestres con inflación anual por debajo del 1% para cada tipo de índice de precios en Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, Estados Unidos, Francia, Hong Kong RAE, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, los Países Bajos, Perú, el Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza, Tailandia, Taiwan (China) y Venezuela. ² Excepto Argentina, Chile, China, Colombia, Perú, Singapur y Venezuela. ³ Excepto los países de la nota 2 y Brasil, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia y Taiwan (China). ⁴ Excepto los países de la nota 2 y Hong Kong RAE, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). ⁵ Excepto China y Hong Kong RAE.

Cuadro IV.1

nivel en el que se encuentre el tipo de interés real natural. Este último está directamente relacionado con el índice de crecimiento potencial del producto y varía de un país a otro. El principal problema para los bancos centrales es que necesitarían emplear medidas no convencionales para relajar aún más la política monetaria si los tipos de interés nominales a corto plazo llegasen a cero.

Siguiendo el dicho “espera lo mejor pero prepárate para lo peor”, en esta sección se analizan algunas de las lecciones aprendidas sobre la deflación a lo largo de la historia, prestando especial atención al papel desempeñado por la política monetaria y por el LIC.

Problemas de la deflación

La deflación no es coherente con los objetivos de los bancos centrales

Los bancos centrales consideran que la deflación es un fenómeno indeseable porque se contradice con su objetivo de promover el bienestar a través de la estabilidad de precios. En la práctica, la mayoría de los bancos centrales considera que la estabilidad de precios equivale a una tasa de inflación reducida, pero positiva. Este objetivo de estabilidad de precios refleja los conocidos costes económicos derivados de la inflación, por arriba, y de la deflación, por abajo, tales como las distorsiones de los precios relativos y las redistribuciones arbitrarias de la riqueza. Además, la deflación conlleva otros costes que dependen en gran medida de la situación económica concreta asociada a cada episodio.

Los costes de la deflación dependen de las circunstancias

Por una parte, puede haber situaciones en las que la deflación sea relativamente benigna. En una economía donde los mercados de trabajo y de productos son flexibles, una ligera deflación tal vez no resulte más costosa ni más arriesgada que una desviación de la inflación de proporciones similares por encima del nivel deseado por el banco central. En consecuencia, estos fenómenos de deflación tal vez no requieran la adopción de medidas excepcionales. Por ejemplo, es probable que una economía con una baja inflación media experimente de forma natural breves periodos esporádicos de deflación en el transcurso normal de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica, en respuesta a las oscilaciones de la oferta y la demanda. Un debilitamiento inesperado de la demanda puede provocar una situación de atonía económica, con la consiguiente presión a la baja sobre la inflación, que podría ser suficiente para alcanzar la deflación. De igual manera, si concurren circunstancias favorables para la oferta, como un crecimiento rápido de la productividad o un descenso en los precios de los bienes intermedios importados, pueden generarse presiones deflacionarias, ya que los precios de los productos disminuyen y los costes laborales unitarios permanecen moderados. Es posible que estas situaciones de deflación motivadas por la oferta sean las más positivas, porque normalmente tienden a ir acompañadas de un rápido crecimiento de la producción y de los precios de los activos físicos y financieros.

La deflación puede ser perjudicial ...

Por otra parte, la deflación puede resultar más perjudicial que la inflación a causa de diversas asimetrías económicas. En primer lugar, si los salarios nominales fuesen especialmente rígidos a la baja, el hecho de no disminuir podría ocasionar problemas de ajuste en los mercados de trabajo durante

un periodo de deflación. Los salarios reales aumentarían, lo cual retrasaría la recuperación o incrementaría las fuerzas contractivas al elevar las tasas de desempleo y reducir el crecimiento de la renta. En segundo lugar, la deflación de la deuda (el incremento en términos reales de los costes del servicio de los contratos de crédito nominales debido a la deflación) puede contener la demanda durante una deflación, aunque este efecto no sería por sí mismo distinto al asociado con una desinflación inesperada. El consiguiente deterioro de la situación financiera de los prestatarios podría llevarles a recortar el gasto con el fin de sanear sus balances, al tiempo que podría dificultar la obtención de financiación externa y, en el peor de los casos, provocar más quiebras y debilitar seriamente la calidad de los activos de las instituciones financieras. En tercer lugar, la deflación puede comprometer la capacidad de la política monetaria para estimular la actividad económica una vez que se ha alcanzado el LIC, porque los tipos de interés reales aumentarían si se espera que la deflación también lo haga. En ausencia de una política monetaria expansiva, se pondría en riesgo el crecimiento y la velocidad de la recuperación sería más lenta.

Las consecuencias de la deflación resultarían particularmente perjudiciales si estuvieran precedidas de una acumulación de cuantiosas deudas y acompañadas de caídas bruscas de los precios de los activos. El desencadenamiento de desequilibrios financieros incluso podría conducir a una espiral deflacionista. En una situación tan extrema, los nuevos ciclos de deflación de la deuda, las considerables reducciones del valor del colateral y el aumento de los coeficientes de endeudamiento, así como el enquistamiento de las expectativas de deflación, podrían tener repercusiones importantes en el sistema financiero e incluso causar quiebras de instituciones financieras y alterar el buen funcionamiento de los mercados. El resultado podría ser muy perjudicial, ya que incluiría una contracción de la producción y un incremento del desempleo. Un claro ejemplo de estos procesos, desencadenado por la adopción de políticas económicas desacertadas, fue la Gran Depresión en Estados Unidos.

... especialmente si va asociada a bajadas en los precios de los activos

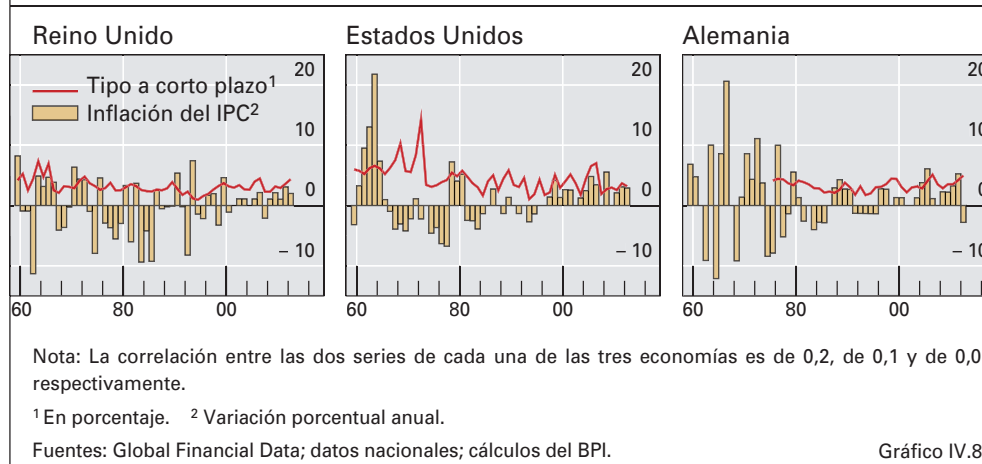
Antecedentes históricos

Las experiencias deflacionarias del pasado, especialmente durante el siglo XIX y principios del XX, nos permiten comprender mejor la naturaleza de la deflación y los retos que este fenómeno plantea a las autoridades monetarias. Se pueden destacar varios aspectos muy ilustrativos.

La característica más llamativa de ese periodo es que la deflación era un fenómeno mucho más común que en épocas recientes. Por ejemplo, la deflación era tan habitual como la inflación durante el periodo 1860–1900 en el Reino Unido, Estados Unidos y Alemania (véase el Gráfico IV.8). Este fenómeno refleja en parte el hecho de que en aquella época el sistema monetario estaba basado en una regla: el patrón oro. Con el patrón oro, los Gobiernos nacionales mantenían el precio del oro en una paridad fija, lo cual en la práctica contenía el proceso de la inflación. En consecuencia, el nivel de los precios no podía aumentar constantemente, como lo hizo en la segunda mitad del siglo XX, salvo que hubiera un incremento continuo en las reservas

La deflación era un fenómeno común

Deflación y tipos de interés desde una perspectiva histórica (1860–1913)



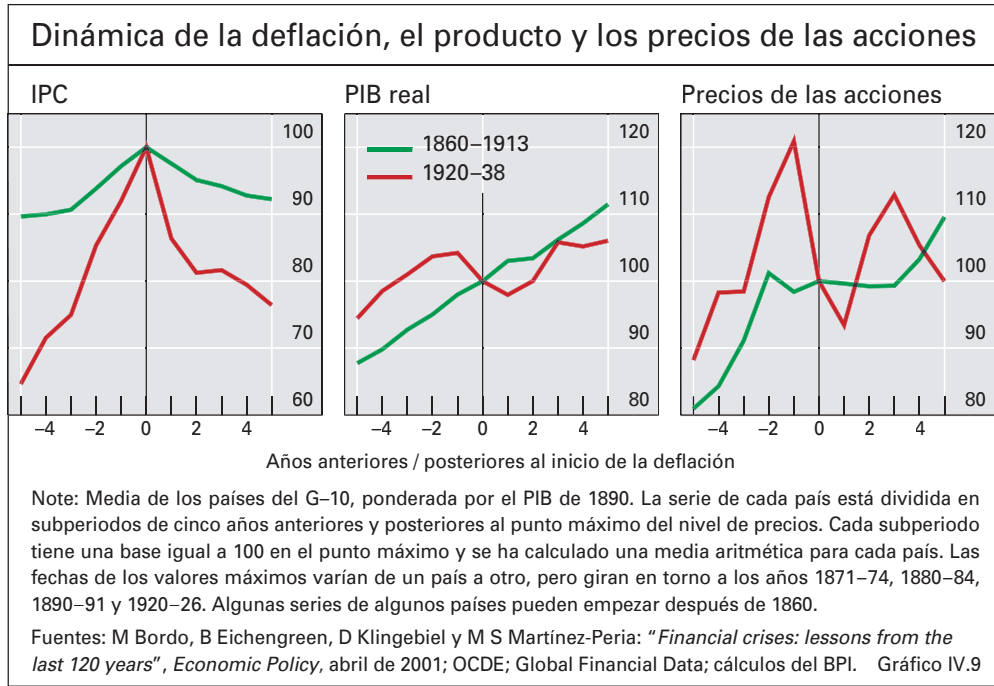
de oro. Esto significaba que los periodos de inflación alternaban en el tiempo con periodos de deflación y, a largo plazo, los precios se mantenían comparativamente estables.

Otro hecho histórico interesante es que en varios países la deflación raramente iba acompañada de una obvia desaceleración del PIB real. De hecho, y si los datos históricos anuales son correctos, lo normal era que la producción siguiera creciendo incluso después de que los precios alcanzaran niveles máximos (véase el Gráfico IV.9). Esto se puede deber a distintas causas, como la considerable flexibilidad de los salarios nominales, la naturaleza del régimen monetario y el modo en que se formaban las expectativas sobre los precios (véase a continuación), así como los niveles de deuda históricamente moderados. La Gran Depresión constituye una peculiar excepción, ya que se produjo un hundimiento importante de la producción, un derrumbe de los precios de los activos y considerables tensiones financieras. En un contexto histórico más amplio, la Gran Depresión se puede interpretar mejor como un periodo excepcional en el que tuvieron lugar muchos acontecimientos económicos y de política económica especialmente desfavorables, cuya acción conjunta dio lugar a la contracción más grave de los últimos 100 años.

Los datos históricos también revelan que, por regla general, en el siglo XIX no se preveía el comienzo de los periodos de deflación, ni siquiera los casos más agudos. Al parecer, las expectativas sobre los precios normalmente se adaptaban lentamente a los acontecimientos económicos. Aunque no disponemos de datos de encuestas de este periodo, los indicios indirectos obtenidos a partir del comportamiento del tipo de interés nominal coinciden con esta conclusión. Los tipos de interés nominales a corto plazo eran extraordinariamente estables, a pesar de las grandes fluctuaciones en la tasa de variación de los precios (véase el Gráfico IV.8). Esta estabilidad quedaba especialmente de manifiesto en los tipos de interés nominales a largo plazo. Cabría argumentar al respecto que las expectativas sobre la inflación no eran muy sensibles a los comportamientos anteriores de la inflación, porque los

Las situaciones de deflación moderada eran congruentes con los buenos resultados económicos

Los periodos de deflación por lo general eran inesperados



datos sobre los precios por lo general no estaban disponibles oportunamente, la teoría sobre los índices de precios agregados aún estaba en una fase muy temprana y las teorías sobre la determinación de los tipos de interés nominal todavía no se habían desarrollado o no eran bien conocidas. Otra posible explicación complementaria a la anterior es que las expectativas simplemente reflejaban la naturaleza del régimen monetario. Dado que, como se ha señalado anteriormente, las tasas de inflación y deflación eran menos persistentes con el patrón oro, los errores en los pronósticos a corto plazo habrían tendido a quedar compensados con el tiempo, de tal manera que supondrían costes reducidos en promedio.

Una cuarta característica, algo más sorprendente, de las deflaciones en el siglo XIX y comienzos del XX es que raramente se alcanzaba el LIC. Es más, salvo en el periodo de entreguerras, los tipos de interés a corto plazo raramente se acercaron al nivel cero. Probablemente esto se debía en parte a los lentos cambios en las expectativas, pero también a la naturaleza del régimen monetario. Concretamente, con el patrón oro los tipos de interés oficiales (de descuento) se mantenían bastante estables en torno a niveles históricos y solamente se ajustaban al alza cuando la paridad del oro sufría presiones.

El LIC no era importante

Enseñanzas que se pueden extraer de la experiencia pasada

Si se examinan los hechos desde el prisma adecuado, los datos históricos pueden ser reveladores para las autoridades económicas de nuestros días. Un primer aspecto a señalar es que, a pesar de las evidentes diferencias entre los dos, en el sistema monetario actual, basado en el dinero fiduciario, las políticas destinadas a mantener la inflación estable y en niveles bajos actúan de forma muy parecida a las normas implícitas impuestas por el sistema del patrón oro. En ambos casos, las desviaciones de la estabilidad de precios

Los regímenes monetarios revisten importancia

provocan una reacción que en la práctica limita el comportamiento de los precios. Con el patrón oro, las reservas internacionales y el oro fluían de forma natural desde los países con una inflación relativamente elevada; con el sistema actual, los bancos centrales intervienen para ajustar las condiciones monetarias nacionales. Una diferencia importante es que los marcos actuales de política monetaria normalmente permiten una continuada tendencia al alza en el nivel de los precios, mientras que las reservas de oro fijaban a grosso modo el nivel de precios a largo plazo.

La experiencia histórica también proporciona enseñanzas más concretas sobre la probabilidad de llegar a la deflación y de alcanzar el LIC, al tiempo que ayuda a dilucidar si actualmente los problemas económicos asociados a la deflación podrían ser más o menos graves que en el pasado.

En primer lugar, a pesar de la mayor sofisticación del análisis económico y de la mejor capacidad de previsión, la experiencia reciente sugiere que no se debe subestimar el riesgo de no prever el inicio de los periodos de deflación. La deflación en Asia, por ejemplo, resultó en gran medida inesperada, ya que un crecimiento más débil de lo previsto echó por tierra las expectativas de subidas positivas de los precios (véase el Cuadro IV.2).

En segundo lugar, a la vista de la experiencia histórica, sería cuestionable concluir que no es probable que la restricción que impone el LIC se convierta en una consideración relevante (véase el Gráfico IV.8). La política monetaria es mucho más dinámica ahora que en el pasado. Por un lado, esto reduce la probabilidad de que se produzca un fenómeno de deflación, puesto que las autoridades monetarias están en mejor situación de adoptar medidas preventivas ante el desarrollo de los acontecimientos económicos. Por otro lado, hay mayores probabilidades de que los bancos centrales acerquen los tipos de interés oficiales a cero durante los periodos de actividad económica lenta, en el caso de que la inflación amenace con descender por debajo de la tasa deseada. Por ejemplo, el Banco de Japón ya ha llevado de hecho los tipos de interés a corto plazo al LIC y, más recientemente, el Banco Nacional Suizo ha rebajado su tipo de interés oficial casi a cero.

La deflación inesperada aún es una preocupación relevante

El LIC puede ser más importante en la actualidad

Episodios de deflación en 2002					
	Inflación			Crecimiento del producto	
	Observada ¹	Previsión ^{1,2}	Error de previsión ^{2,3}	Observado ¹	Error de previsión ^{2,3}
Economías en situación de deflación ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
China	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hong Kong RAE	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Japón	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapur	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, China	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Variación porcentual anual media. ² Previsiones consensuadas de enero de 2001. ³ En puntos porcentuales. ⁴ Ponderada por el PIB de 2000 a tipos de cambio PPA. ⁵ Una parte del error de previsión probablemente se debe a los cambios en la metodología de la Contabilidad Nacional.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro IV.2

En tercer lugar, ahora parece que las expectativas son más sensibles a los acontecimientos económicos, lo cual se refleja en los datos históricos en forma de una mayor correlación a lo largo del tiempo entre la inflación y los tipos de interés nominales. Como esto depende de la mayor disponibilidad de información, existen más riesgos de que, al comienzo del periodo de deflación, las expectativas de que se produzcan caídas adicionales de precios queden fijadas más fácilmente. Esto obliga a elaborar políticas monetarias creíbles que busquen una inflación reducida y estable, de forma que las expectativas resulten menos sensibles a los vaivenes no deseados de los precios a corto plazo. El patrón oro, especialmente en su apogeo entre 1880 y 1913, desempeñó el papel de ancla estable de la política monetaria. En la actualidad, resulta pues esencial determinar si la credibilidad de los sistemas formales o informales de fijación de objetivos de inflación tendrá un efecto igualmente estabilizador.

Las expectativas desempeñan un papel clave

En cuarto lugar, la rigidez a la baja de los salarios nominales es más común ahora que en el pasado, ya que las prácticas del mercado laboral han cambiado considerablemente a lo largo de los siglos. Estos cambios incluyen mayores tasas de afiliación sindical, prestaciones por desempleo más generosas y mayor protección de los derechos de los trabajadores. Sin duda, estos factores tenderían a aumentar la rigidez de los salarios nominales. Además, es más probable que los trabajadores se opongan a las reducciones de sus salarios nominales tras la experiencia de elevada inflación que se vivió en los años 70 y 80. Unas expectativas más sensibles a los acontecimientos combinadas con unos salarios nominales menos flexibles señalan que las deflaciones asociadas a una demanda deficiente pueden ser en ciertos aspectos más perjudiciales ahora que hace un siglo. Por ejemplo, la reciente experiencia de Hong Kong ha ilustrado que, en un ambiente de persistente deflación y creciente desempleo, los salarios nominales parecen haber sido menos flexibles de lo que hubiera podido esperarse en otras circunstancias.

La deflación puede ser más perjudicial ahora debido a la mayor rigidez de los salarios nominales

Por último, es evidente que los sistemas financieros han experimentado cambios de gran envergadura desde finales del siglo XIX. Estos cambios pueden haber aumentado su capacidad de reacción ante las presiones deflacionarias. Por ejemplo, los mecanismos de gestión del riesgo son ahora mucho más sofisticados y se han introducido mejoras significativas en los sistemas de supervisión (véase el Capítulo VII). Por otra parte, los coeficientes de endeudamiento actuales, que son más elevados que los del pasado lejano, pueden haber elevado la exposición a la deflación de la deuda.

Los sistemas financieros pueden tener una mayor capacidad de reacción ahora

Hacer frente a la deflación

La deflación presenta desafíos concretos para la política monetaria, principalmente por la presencia del LIC. Cuando se llega al LIC, los bancos centrales tienen que recurrir a instrumentos alternativos para estimular la demanda. Esto da lugar a tres preguntas. En primer lugar, ¿cuáles son las tácticas de política monetaria más eficaces ante el riesgo de deflación? En segundo lugar, ¿cómo deben responder los bancos centrales una vez que ha comenzado la deflación? En tercer lugar, y en términos más generales,

¿justifican los problemas recientes de deflación, y concretamente la experiencia japonesa, la necesidad de modificar los objetivos o estrategias actuales de política monetaria? En este apartado se abordan estas preguntas, una por una.

Tácticas para evitar la deflación

El LIC exige una relajación agresiva

Dado que el LIC impone una asimetría en los movimientos de los tipos de interés, se ha sugerido que también la política monetaria debería aplicarse de forma asimétrica a medida que la inflación se acerca al nivel cero. Es decir, los tipos de interés se recortarían en mayor medida y más rápido de lo que sería normal cuando tuviese lugar una desaceleración en la actividad económica con una tasa de inflación ya de por sí reducida. Esta medida intentaría, en primer lugar, limitar el riesgo de que se desencadene un fenómeno de deflación. Además, los tipos de interés oficiales se podrían mantener muy bajos hasta que hubiera muestras claras de que la demanda se recupera y que la inflación ha empezado a repuntar. Hasta cierto punto, esto explicaría la actuación de la Reserva Federal al reducir rápidamente el tipo de interés objetivo de los fondos federales en 2001 y mantenerlo reducido en 2003. Otros países también adoptaron y mantuvieron políticas muy expansivas durante este periodo.

Al mismo tiempo, uno de los riesgos de las reducciones bruscas de los tipos de interés oficiales es que, bajo determinadas circunstancias, podrían minar la confianza. Así ocurriría si el público considerara que estos movimientos indican perspectivas desfavorables para el panorama económico o si se inquietara ante la posibilidad de que el banco central se quedara sin munición. Tanto en un caso como en otro, la opinión de las autoridades económicas afectaría considerablemente las expectativas del público respecto a la finalidad de sus políticas y a su evaluación de la situación económica. La comunicación de tales opiniones podría tener una repercusión económica más allá de las consecuencias directas de los cambios en los tipos de interés.

Podría surgir una segunda complicación dependiendo de las circunstancias en las que evolucionen las fuerzas deflacionarias. En concreto, la experiencia histórica señala que, dado un nivel inicial bajo de inflación, la expansión de los desequilibrios financieros puede ser una fuente insidiosa de presiones deflacionarias. Tales desequilibrios, sin embargo, podrían concentrarse principalmente en determinados sectores o clases de activos y podrían responder con distintas velocidades y grados de sensibilidad a las medidas de política monetaria. De ser así, la bajada de los tipos de interés oficiales para contrarrestar las dificultades de un sector podría incrementar los desequilibrios en otro. Con el tiempo, esto podría presentar una sutil disyuntiva al banco central a la hora de fijar el tipo de interés oficial.

Tácticas para combatir la deflación

Para acabar con la deflación puede necesitarse una serie de medidas de política monetaria distintas a las empleadas cuando simplemente se pretende evitar que se produzca. Mientras no se haya alcanzado el LIC, el

banco central puede recurrir a medidas convencionales para influir sobre la demanda a través de los canales de transmisión habituales. Sin embargo, si el LIC se convierte en una restricción vinculante, es preciso adoptar medidas alternativas. En este caso, entre ellas figuran la inyección masiva de liquidez, el intento de influir más directamente en el precio relativo de determinados activos, la modificación de las expectativas de inflación por otros medios, la eliminación de los obstáculos en el mecanismo de transmisión monetaria y la potenciación de las respuestas de la política monetaria a través de otras medidas macroeconómicas.

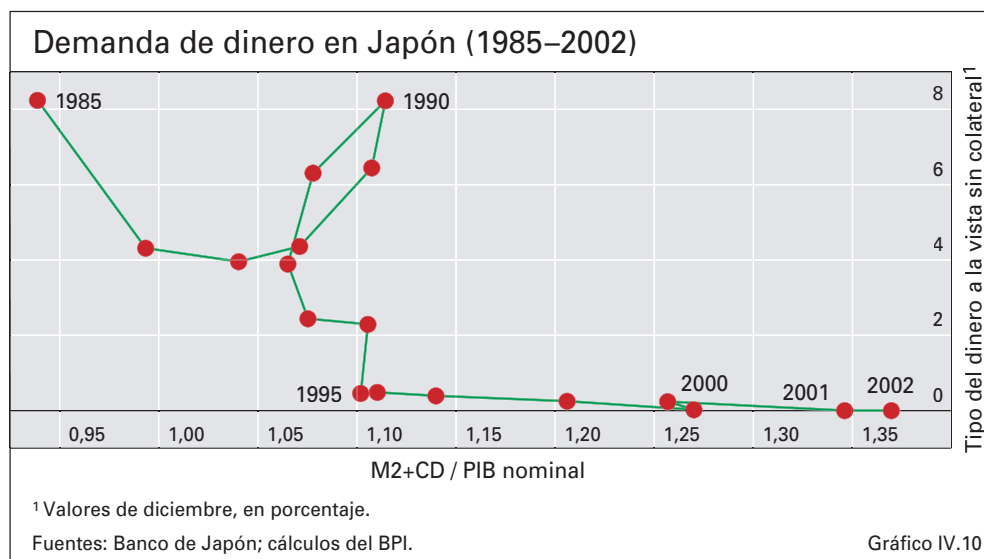
Acabar con la deflación puede exigir medidas poco convencionales ...

La inyección de liquidez es una respuesta monetarista tradicional. Una vez que se ha alcanzado el LIC, supone añadir reservas al sistema bancario muy por encima de las cantidades normales, como ha ocurrido con las medidas de suavización cuantitativa adoptadas por el Banco de Japón. Sin embargo, la disposición de los bancos y del público a mantener saldos líquidos ociosos puede contrarrestar los efectos expansivos del incremento de liquidez, como parece que ha sucedido en Japón recientemente (véase el Gráfico IV.10). La eficacia de esta táctica también puede verse comprometida por la composición de los instrumentos de deuda que el banco central decida adquirir para incrementar la liquidez. Si la deuda muy líquida fuera un buen sustituto del dinero, lo cual puede ser muy cierto si se ha alcanzado el LIC, la adquisición de este tipo de deuda por parte del banco central simplemente supondría cambiar una forma de dinero por otra, con pocas consecuencias finales sobre la provisión neta de liquidez.

... como inyecciones masivas de liquidez ...

Una segunda respuesta consiste en que el banco central trate de influir directamente en los precios de los activos. Incluso si el tipo de interés oficial a corto plazo es cero, la adquisición de activos concretos (como bonos a largo plazo libres de riesgo, bonos de empresas, renta variable y bienes raíces) puede tener consecuencias directas en su precio relativo para la demanda. Además de los efectos riqueza, unos mayores precios de los activos incrementan el valor del colateral, lo cual contribuye a contrarrestar las restricciones sobre los préstamos. Incluso en última instancia, puede resultar

... modificar los precios relativos de los activos ...



conveniente tratar de fijar ciertos precios, como el tipo de cambio. De hecho, muchos países escaparon a la deflación en el periodo de entreguerras mediante la devaluación de sus monedas, lo cual contribuyó a aliviar los desajustes económicos asociados a las deflaciones causadas por la vuelta al patrón oro con las paridades previas a la Primera Guerra Mundial. Naturalmente, un cambio en el valor de la moneda afecta a otros países, por lo que la viabilidad de esta medida depende también de la situación económica externa.

La compra de activos de riesgo, ya sea con el fin de inyectar liquidez por medios poco convencionales o en un intento por elevar los precios, suscita problemas de política económica para las instituciones públicas. Para que estas compras resulten eficaces, probablemente tendrían que realizarse a gran escala. Esto supone que las instituciones públicas podrían acabar poseyendo una parte importante de los recursos productivos de la economía, lo cual podría comportar consecuencias indeseables para la supervisión empresarial y, en última instancia, para la eficacia económica. Además, también habría que determinar si el banco central debe realizar o no este tipo de transacciones. En concreto, la independencia del banco central podría quedar en entredicho si estas compras produjeran grandes pérdidas en su balance, que requirieran la recapitalización por parte del gobierno.

Los bancos centrales también pueden tratar de modificar las expectativas sobre los precios con el fin de aligerar las presiones deflacionarias. Lo pueden conseguir de dos maneras: manifestando claramente que se va a aportar abundante liquidez, o bien, reiterando sus objetivos de inflación positiva e introduciendo un objetivo explícito de inflación, si es que aún no lo han hecho. Por ejemplo, se ha sugerido que el Banco de Japón adopte formalmente un sistema de objetivos de inflación. Sin embargo, es poco probable que esta medida por sí sola consiga detener la deflación. Una ventaja esencial que ofrece un objetivo de inflación estriba en la forma en que esta medida afecta a las expectativas del público, aunque si no concurren otras medidas enérgicas para respaldar esta clase de cambio, es poco probable que dicha política resulte creíble.

Por todas las razones expuestas, podría resultar necesario recurrir a otras políticas de apoyo externas al banco central para luchar contra la deflación, como por ejemplo, la supresión de los obstáculos al mecanismo de transmisión monetaria. El sobreendeudamiento en los balances de las empresas, las bruscas interrupciones en la concesión de créditos, unas percepciones de riesgos elevadas y la mayor aversión al riesgo han contribuido, en mayor o menor medida, a la aparición de deflaciones graves en el pasado. Combatir esos factores es un paso importante para reactivar la economía. Un ejemplo del pasado es la reversión de la crisis crediticia en Estados Unidos durante la Gran Depresión, que se consiguió fundamentalmente con la estabilización del sector bancario. También supuso un alivio considerable para los balances de las empresas la suspensión de las cláusulas legales que referenciaban los contratos de los bonos al oro. Más recientemente, la recuperación relativamente rápida de Corea después de la crisis asiática de 1997 demuestra hasta qué punto la limpieza de los activos

... alterar las expectativas de inflación ...

... y otras políticas macroeconómicas

de cobro dudoso puede resultar eficaz. Igualmente, la mala situación por la que atraviesan los balances de los bancos y las empresas en Japón advierte sobre la posibilidad de que el crecimiento débil y la deflación se puedan prolongar si no se resuelven estos problemas. Las políticas fiscales anticíclicas también pueden resultar eficaces para devolver el vigor a la actividad económica y contrarrestar las fuerzas deflacionarias (véase el Capítulo II). Entre ellas cabe citar las políticas expansivas basadas en el gasto público y los impuestos.

Es probable que la acción coordinada de varios organismos públicos resulte más creíble y capte más fácilmente la atención del público. Esto podría permitir a las autoridades monetarias aumentar el impacto de sus recursos mediante una secuencia óptima de las respuestas monetarias, fiscales y reguladoras. Los beneficios potenciales de esta estrategia podrían ser una mezcla más potente de estímulos y la posibilidad de guardar en la recámara otras medidas de política monetaria menos atractivas.

Posibles retoques al marco de la política monetaria

El análisis anterior sugiere que los costes económicos asociados a la deflación pueden ser considerables y que, en determinadas circunstancias, la eficacia de los mecanismos de política monetaria puede quedar mermada. La posibilidad de introducir retoques en el diseño actual de las políticas monetarias depende de las características específicas de cada régimen y de las estructuras económicas bajo las que opera. Además, la valoración de las disyuntivas relevantes para la política monetaria también dependerá de otros factores más generales, entre ellos los objetivos de cada banco central. En cualquier caso, se pueden estudiar varias posibilidades.

Una de ellas consistiría en institucionalizar una política de expansión un poco más amplia y más rápida de lo normal cuando aumente el riesgo de deflación. Por ejemplo, los bancos centrales con un objetivo de inflación podrían introducir bandas de objetivos asimétricas: el límite inferior de la banda estaría más cerca de la tasa de inflación objetivo (que podría seguir siendo la misma) que el límite superior. Así, una caída de la inflación por debajo del objetivo daría lugar a una respuesta más contundente que la que se desencadenaría tras una subida similar por encima del objetivo, para contrarrestar el riesgo de que el límite inferior se alcanzara más rápidamente.

Bandas de objetivos de inflación asimétricas

Una segunda posibilidad sería subir la tasa de inflación objetivo. Naturalmente, los bancos centrales tendrían que volver a sopesar los costes derivados de tasas de inflación medias algo más altas y aquellos asociados con una mayor incidencia de la deflación dado un objetivo más bajo. Los primeros serían además permanentes, mientras los segundos sólo se presentarían de cuando en cuando.

Objetivos de inflación

Un cambio de mayor envergadura en los sistemas actuales de política monetaria sería la adopción de un objetivo de nivel de precios, quizás con una tendencia al alza. Con este sistema, si el nivel de los precios desciende por debajo de su nivel objetivo, las autoridades monetarias introducirían medidas de flexibilización, al igual que ocurre con el objetivo de inflación. La ventaja principal de esta alternativa es que, a medida que aumenta la distancia entre el nivel de precios real y el objetivo, cabría esperar la introducción de medidas

Objetivos flexibles de nivel de precios

más agresivas. En comparación con el sistema de objetivos de inflación, el banco central podría estar dispuesto a aceptar tasas de inflación más elevadas de manera temporal, hasta que los precios volvieran a alcanzar el nivel objetivo. En esta situación, habría más probabilidades de que las expectativas de deflación se convirtieran en expectativas de inflación, al menos a corto plazo. Un sistema de estas características incorporaría un anclaje del nivel de precios, que sería similar en ciertos aspectos a algunas características del patrón oro. Aunque parece que la fijación de un objetivo de nivel de precios es un cambio radical respecto a las prácticas actuales, se puede entender como si simplemente se estuviera fijando el objetivo de una tasa de inflación media a largo plazo que tuviera en cuenta las desviaciones anteriores de la inflación respecto del objetivo. Por el contrario, las prácticas actuales por lo general no tienen en cuenta estas desviaciones previas. Sin embargo, las diferencias entre este sistema y los procedimientos existentes pueden dificultar la comunicación con el público.

Mayor énfasis
en la estabilidad
financiera

Otra posibilidad podría ser modificar los sistemas actuales, haciendo mayor hincapié en la estabilidad financiera. Los datos históricos, tanto los recientes como los del pasado más lejano, indican que las deflaciones profundas normalmente van acompañadas de tensiones financieras serias. Si se prestara atención a los desequilibrios financieros a medida que van aumentando durante los buenos tiempos, se podría reducir la probabilidad y la gravedad de sus consecuencias perjudiciales. A su vez, esto ayudaría a limitar el riesgo de que se produzcan crisis financieras y deflación. En la práctica, tal cambio no requiere una redefinición de los objetivos de la política monetaria, sino más bien algunos ajustes en cuanto a la forma de conseguir dichos objetivos. En primer lugar, los bancos centrales podrían adoptar horizontes de política monetaria a más largo plazo (superiores a lo habitual, que es de un año o dos), reconociendo que los procesos que intervienen tienden a prolongarse. En segundo lugar, al evaluar el equilibrio de riesgos podría hacerse mayor énfasis en evitar los resultados más indeseables, como las situaciones prolongadas de deflación.

Límites de la
política monetaria

Por último, conviene reconocer que la eficacia de la política monetaria tiene sus límites. En concreto, la experiencia japonesa ha puesto de manifiesto algunas interacciones potencialmente importantes entre la política monetaria, fiscal y supervisora. A la vista de estas posibilidades, los bancos centrales, junto con las autoridades fiscales y supervisoras, tal vez deseen investigar sistemáticamente el conjunto de opciones de política económica disponibles para hacer frente a las fuerzas deflacionarias mucho antes de que aparezcan realmente. En la medida en que exista coordinación entre las políticas de distintas instituciones, se podría poner en duda la independencia del banco central. Sin embargo, podría merecer la pena correr este riesgo si la exploración de tales opciones ayudara a inspirar confianza en la capacidad del banco central y de las autoridades económicas en su conjunto para luchar contra la deflación.