

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

La política monetaria en los países del G-3 permaneció muy acomodaticia durante el periodo analizado. Sin embargo, ante el continuo crecimiento económico en Estados Unidos y el alejamiento de los riesgos de desinflación no deseada y debilidad económica, la Reserva Federal comenzó a reducir el grado de acomodación de su política con una serie de incrementos medidos en su tipo de interés oficial. El Banco Central Europeo mantuvo el suyo sin cambios ya que el bajo crecimiento económico y la apreciación del euro continuaron manteniendo a raya las presiones inflacionarias. El Banco de Japón mantuvo su tipo de interés oficial en cero, a medida que las fuerzas económicas y financieras adversas demostraron ser de peso suficiente como para descartar el fin de la deflación. Sin embargo, las mejores condiciones en los mercados financieros parecieron adelantar la eventual salida de la política de relajación cuantitativa poco convencional mantenida por el Banco de Japón. Con el avance de la recuperación económica en un contexto de bajos tipos de interés oficiales, las autoridades monetarias de los países del G-3 fueron conscientes de la necesidad de comunicar de forma clara sus estrategias de salida.

Los asuntos de política que preocuparon a los países industrializados más pequeños fueron más variados. Algunos bancos centrales eligieron políticas muy expansivas mientras que otros adoptaron esquemas más neutrales. Muchos bancos centrales elevaron sus tipos de interés oficiales con moderación al fortalecerse las expectativas de crecimiento, tanto locales como en el extranjero; en algunos casos, las mayores restricciones en la disponibilidad de recursos despertaron temores respecto de la estabilidad de precios. Los niveles de deuda, la actividad en el mercado de la vivienda y las consideraciones sobre el tipo de cambio continuaron pesando en las decisiones de política monetaria.

Los acontecimientos externos, especialmente las oscilaciones de los precios del petróleo y otros productos básicos, dominaron el periodo analizado en todas las economías. La comparación entre éstos y otros acontecimientos recientes con evoluciones similares a finales de la década de los 60 y principios de los 70 parece revelar algunos paralelismos impactantes. En la parte final de este capítulo se revisa la evolución histórica y se compara con las circunstancias actuales para determinar la probabilidad de que la historia se repita. En un contexto más amplio, la comparación sirve también para aclarar las clases de riesgo a las que las autoridades monetarias podrían estar enfrentándose.

Repaso de los acontecimientos

Estados Unidos

La Reserva Federal elevó los tipos de interés con medida ...

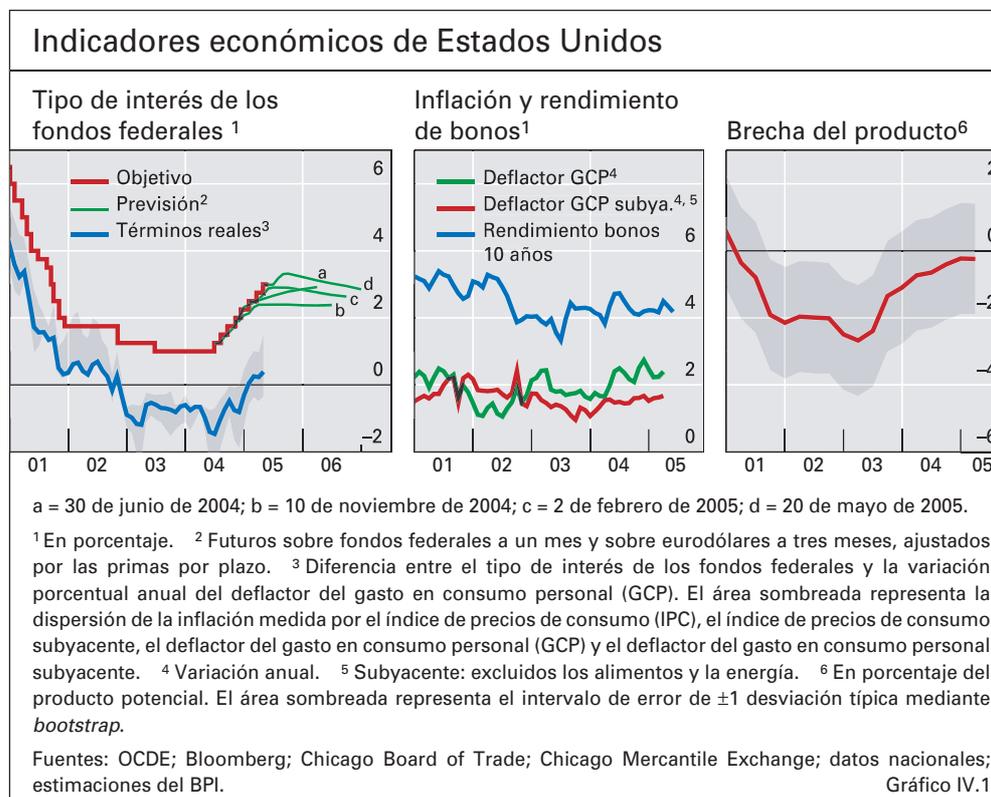
La Reserva Federal redujo el grado de acomodación de su política monetaria durante el periodo analizado. A pesar de los ocho incrementos medidos de 25 puntos básicos cada uno, el tipo de interés de los fondos federales finalizó el periodo en el 3%, aún por debajo de las estimaciones convencionales del tipo de interés neutral, o natural, para Estados Unidos. Hacia el final de la primavera boreal, los mercados financieros aún anticipaban más incrementos en los tipos de interés.

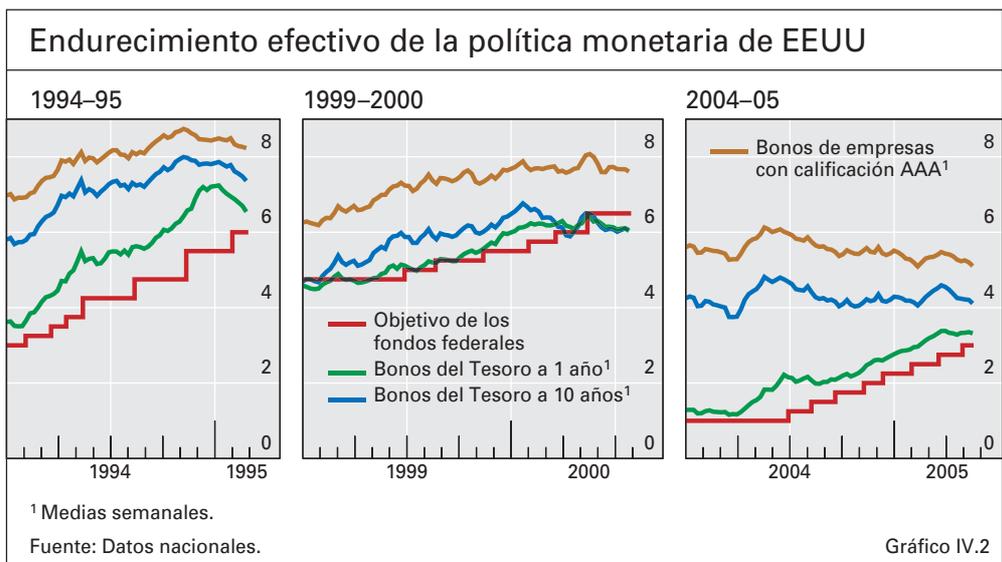
... y con transparencia

Un aspecto importante del endurecimiento de la política de la Reserva Federal fue su transparencia. Las subidas de su tipo de interés pudieron predecirse con facilidad, minimizando así cualquier posible tensión sobre el sistema financiero. La Reserva Federal dejó entrever sus intenciones a través de varios medios, incluyendo comunicados de prensa de su Comité para las Operaciones de Mercado Abierto (FOMC), actas de sus sesiones y declaraciones de los miembros del Comité. Los mercados financieros reaccionaron en general con calma a las decisiones del FOMC y hubo pocas sorpresas sobre la dirección o la magnitud de las subidas.

Sin embargo, los tipos de interés oficiales reales permanecieron cercanos a cero ...

Esta estrategia de medida intentaba equilibrar los riesgos para el crecimiento sostenido con el deseo de mantener la estabilidad en los precios, a medida que la expansión económica, ya en su cuarto año, continuaba reduciendo los márgenes de los recursos infrautilizados (véase el Gráfico IV.1). Sin embargo, se plantearon interrogantes acerca de si los incrementos del tipo de interés de los fondos federales bastaban para lograr reducir la acomodación de la política que deseaba el Comité. Preocupaba que la





creciente inflación general estuviera determinando unos tipos de interés reales oficiales *ex-post* muy bajos durante el periodo: negativos durante 2004 y apenas por encima de cero a comienzos de 2005.

Además, la reacción atípica de los tipos de interés de mercado a largo plazo ante este endurecimiento moderado estaba generando más interrogantes. En el pasado, las grandes fases de endurecimiento solían ir acompañadas de incrementos significativos en los tipos de interés de mercado, tanto los de corto como los de largo plazo (véase el Gráfico IV.2). Esta vez, mientras que los tipos de interés de corto plazo se movieron con normalidad al unísono, los rendimientos de valores de renta fija a más largo plazo no mostraron indicios de una subida sostenida; en todo caso, fueron más bien a la baja (véase el Capítulo VI). Para algunos, este patrón planteó dudas acerca de si las acciones de política estaban teniendo el impacto restrictivo deseado sobre la demanda agregada. Sin embargo, la Reserva Federal apuntó que una razón para la ausencia de respuesta en los tipos de interés a largo plazo era que las expectativas de inflación a largo plazo parecían menores y más ancladas que en el pasado, lo que implicaba que era necesaria una menor restricción de la demanda.

Este comportamiento inusual de los tipos de interés a largo plazo también puso de relieve preocupaciones potenciales con respecto a otros asuntos, con más implicaciones conflictivas para la política monetaria. La curva de rendimientos relativamente plana podría indicar que los mercados estaban esperando una reducción en las expectativas de crecimiento de largo plazo, quizás dando por descontado la necesidad de una política monetaria más expansiva. Sin embargo, los bajos tipos de interés a largo plazo, junto con unos escasos rendimientos y unos precios de activos en alza, también se podrían interpretar como un síntoma de que los inversionistas continuaban asumiendo riesgos excesivos durante el prolongado periodo de política acomodaticia. La aceleración de los precios de la vivienda también sugería que esas fuerzas estaban operando. Semejante interpretación indicaba la posible necesidad de una subida en los tipos de interés oficiales mayor que la que habían descontado los mercados financieros, para absorber la liquidez excesiva.

... y los tipos de interés de largo plazo se comportaron de manera atípica para una fase de endurecimiento ...

... haciendo temer una liquidez excesiva

También hubo inquietud por los recientes precios energéticos ...

Durante el periodo analizado, las decisiones de política monetaria en Estados Unidos se vieron complicadas por la necesidad de lidiar con otros acontecimientos imprevistos y potencialmente inflacionarios. El fuerte incremento de los precios energéticos, especialmente del petróleo, despertó preocupación acerca de la estabilidad de precios y los riesgos de una menor expansión. Sin embargo, con una inflación subyacente cómodamente situada por debajo del 2%, las autoridades monetarias consideraron que la amenaza inflacionaria estaba considerablemente contenida, mereciendo no obstante un intenso seguimiento. La fuerte depreciación del dólar también presentó potenciales desafíos para las políticas. Aun así, unos precios de importación continuamente bajos y la clara reducción en el grado de transmisión del tipo de cambio a los precios en los últimos años parecieron mitigar la necesidad de ejercer políticas más agresivas. La evidencia empírica al final del periodo apuntó sin embargo hacia un mayor poder de fijación de precios de las empresas. Si resulta ser la señal de una tendencia nueva, tal vez habría que abandonar la política acomodaticia algo más rápido.

... la depreciación del dólar ...

... y la tendencia de la productividad

El FOMC también se enfrentó a una posible caída en el crecimiento de la productividad estructural, al desacelerarse la producción por hora y acelerarse los costes laborales unitarios durante el año pasado. Aunque no pudo establecerse con seguridad una ruptura de la tendencia, hubo que incorporar sus implicaciones a la política. En el corto plazo, los márgenes de beneficio fueron lo suficientemente amplios como para moderar las consecuencias de la inflación y la necesidad de un calendario más agresivo de incrementos del tipo de interés oficial hasta obtener pruebas definitivas. En el medio plazo, un descenso de la productividad tendencial podría implicar un tipo de interés natural más bajo y, por lo tanto, un nivel inferior para el tipo de interés de los fondos federales al final de la fase de endurecimiento.

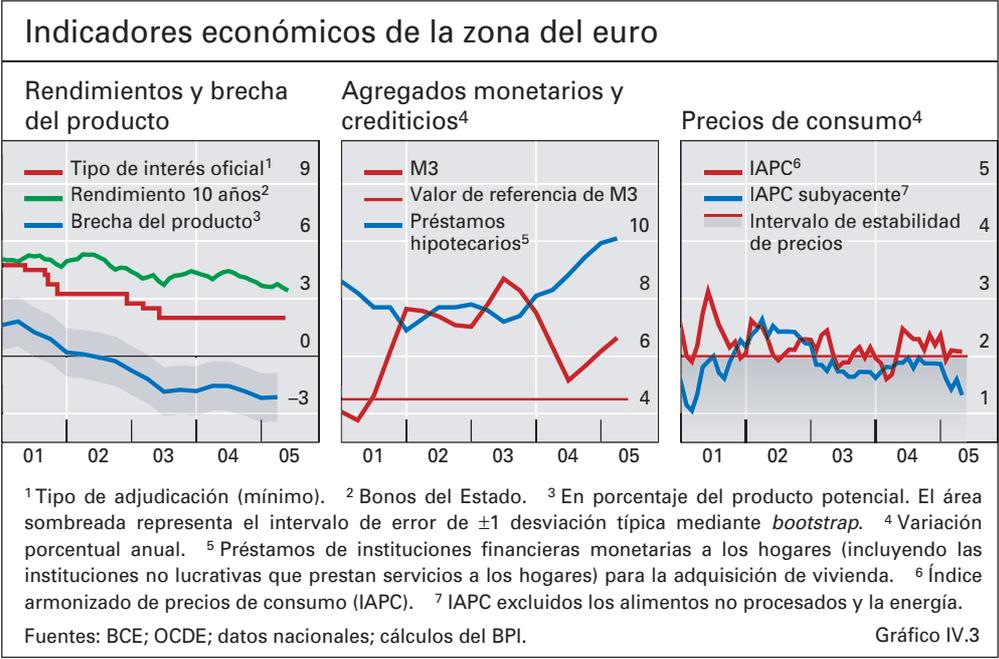
Se consideró un objetivo explícito de inflación

Una cuestión importante para la Reserva Federal a principios de este año fue si un objetivo explícito de inflación podría fomentar en Estados Unidos una evolución económica incluso mejor. El análisis del FOMC sobre las ventajas y desventajas de formular un objetivo explícito de estabilidad de precios debería ser vista en el contexto de una revisión más amplia de su estructura institucional con el fin de mejorar su transparencia, como han demostrado sus recientes decisiones de adelantar la publicación de las actas de las reuniones del FOMC y de extender el horizonte de sus proyecciones publicadas. El FOMC señaló que, por un lado, un objetivo explícito de inflación podría anclar mejor la inflación, aumentar la transparencia de las deliberaciones internas y mejorar la comunicación con el público. Por el otro lado, un objetivo explícito podría comprometer el mandato tradicional de la Reserva Federal que abarca tanto la actividad económica como la inflación, pudiendo limitar su flexibilidad a la hora de responder a circunstancias económicas y financieras cambiantes.

Zona del euro

El BCE mantuvo sus tipos de interés ...

Con una inflación en general contenida y una actividad económica debilitada en la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) continuó impulsando una política monetaria estimuladora. A finales de la primavera, su tipo de interés



oficial se había mantenido en el 2% durante dos años, como una solución de compromiso entre el malestar ante una inflación por encima del límite superior establecido por el Banco para la estabilidad de precios y la inquietud ante un crecimiento económico mediocre. El alza de los precios del petróleo despertó preocupación en torno a un posible deterioro en las perspectivas de inflación a corto plazo e incluso un retorno a la estanflación. Sin embargo, hubo pocos síntomas de que los aumentos de los precios energéticos y de otras materias primas estuviesen afectando a la inflación subyacente, a la fijación de los salarios o a las expectativas de inflación a medio plazo. Por ello, el BCE concluyó que los riesgos de una inflación generalizada no eran lo suficientemente considerables como para justificar un incremento en los tipos de interés, en parte porque parecía haber capacidad productiva sobrante debido al lento crecimiento económico (véase el Gráfico IV.3). Con una inflación cerca del límite superior del rango establecido por el BCE (inferior pero cercana al 2%), el tipo de interés oficial real se mantuvo próximo a cero. Al igual que en Estados Unidos, este nivel está bastante por debajo del tipo de interés natural, lo que indica que, al recuperarse la economía, el BCE necesitaría endurecer su política para mantener la inflación a raya (véase el Gráfico IV.4).

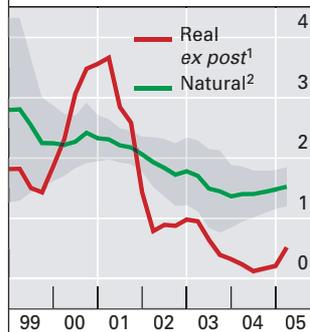
Nuevamente al igual que en Estados Unidos, se plantearon dudas acerca de las consecuencias de un periodo prolongado de política acomodaticia. Por un lado, los índices en términos reales de las presiones inflacionarias antes mencionados indicaban pocas amenazas inminentes de inflación. Por el otro, las tasas de crecimiento de M3 continuaron excediendo el 4,5% de referencia del BCE. Un crecimiento rápido en el agregado monetario amplio ha indicado tradicionalmente una política monetaria expansiva que podría desembocar en una mayor inflación. Mientras que en años anteriores la rapidez del aumento de M3 se había atribuido a una mayor demanda de fondos como medida de precaución, las causas de los incrementos incluso mayores de ese tipo de

... ante la actividad económica contenida y la inflación por encima del intervalo de estabilidad de precios

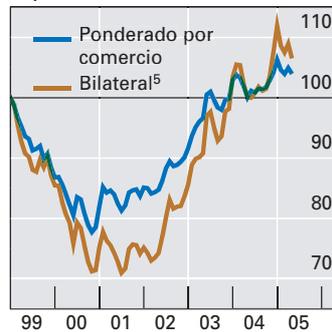
El rápido crecimiento de M3 se sumó a los temores ante la evaluación a medio plazo ...

Tipos de interés oficiales y evolución de los mercados en la zona del euro

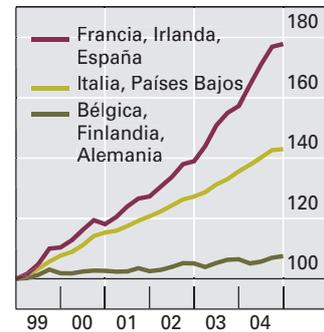
Tipos de interés oficiales neutros



Tipos de cambio^{3, 4}



Precios inmobiliarios^{4, 6}



¹ r_t , definido como el tipo de interés oficial nominal menos la inflación del IAPC subyacente. ² r^N , estimado como una ventana móvil de cinco años utilizando la siguiente ecuación: $r_t = r^N + \alpha(\pi_t^e - \pi^T) + \beta \text{gap}_t + \gamma r_{t-1}$, donde π_t^e es la tasa de inflación prevista (como se calcula en el sondeo SPF del BCE) y gap_t es la brecha del producto; se asume que π^T es de 1,8%. El área sombreada representa un intervalo de ± 2 desviaciones típicas alrededor del valor estimado de r^N . ³ En términos de precios de consumo relativos. ⁴ Cuarto trimestre de 1998 = 100. ⁵ Respecto del dólar de EEUU. ⁶ Precios de la vivienda ajustados por inflación. Medias ponderadas basadas en el PIB y tipos de cambio PPA del año 2000; para Alemania, Francia e Italia, extrapolado de datos de menor frecuencia.

Fuentes: BCE, *Survey of Professional Forecasters (SPF)*; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico IV.4

demanda fueron más difíciles de identificar el año pasado. Así pues, el BCE enfatizó los riesgos tradicionales de inflación a medio plazo asociados con esa expansión monetaria.

El sistema de dos pilares del BCE para su evaluación del medio plazo también ofreció un modo menos convencional de considerar los riesgos de la política monetaria. La aceleración en el crecimiento de M3 desde mediados de 2004 coincidió con una expansión del crédito en la zona del euro, especialmente de los préstamos hipotecarios. Visto desde esta perspectiva, una continuación de la política de tipos de interés bajos, con sus implicaciones lógicas para los rendimientos a largo plazo, podría disparar no sólo la inflación en bienes y servicios sino también en la vivienda, alentando al mismo tiempo el endeudamiento hasta niveles sin precedentes. En un escenario más convencional, se necesitarían unos tipos de interés oficiales más altos para evitar que la recuperación económica ganara demasiado impulso y aumentara la inflación. En un escenario menos convencional, habría que subir los tipos de interés para contener los desequilibrios financieros antes de que la fuerte apreciación de los activos y la subsiguiente reversión amenazaran la estabilidad de precios con una caída.

Las tendencias de los precios de la vivienda también pusieron de relieve potenciales complicaciones para la política monetaria derivadas de la disparidad entre las regiones de la zona del euro. Los debilitados mercados de la vivienda de Alemania y Austria, por ejemplo, fueron insignificantes en comparación con el crecimiento de dos dígitos en Francia y España (véase el Capítulo II). El BCE expresó su temor respecto de los incrementos en varios de los países miembros, pero también aclaró que su mandato directo lo obliga a reaccionar sólo en la medida en que afecten a la coyuntura macroeconómica

... como también lo hicieron el rápido crecimiento del crédito y la subida de los precios de las viviendas

Disparidad regional de tendencias en los precios de la vivienda complican el entorno de la política monetaria

de la zona del euro. El BCE también aclaró que los asuntos de estabilidad financiera a escala nacional eran competencia de las autoridades nacionales de supervisión financiera y de los bancos centrales de la zona del euro.

La fuerte apreciación del euro respecto del dólar estadounidense en 2004 planteó un desafío para el BCE. Aunque esta apreciación ayudó a frenar presiones inflacionarias a corto plazo, lo hizo concentrando la carga del ajuste en especial sobre el sector orientado a la exportación. Además, con el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos aún creciendo a niveles sin precedentes, no puede descartarse una mayor depreciación del dólar (véase el Capítulo V).

La fuerte apreciación del euro planteó un desafío

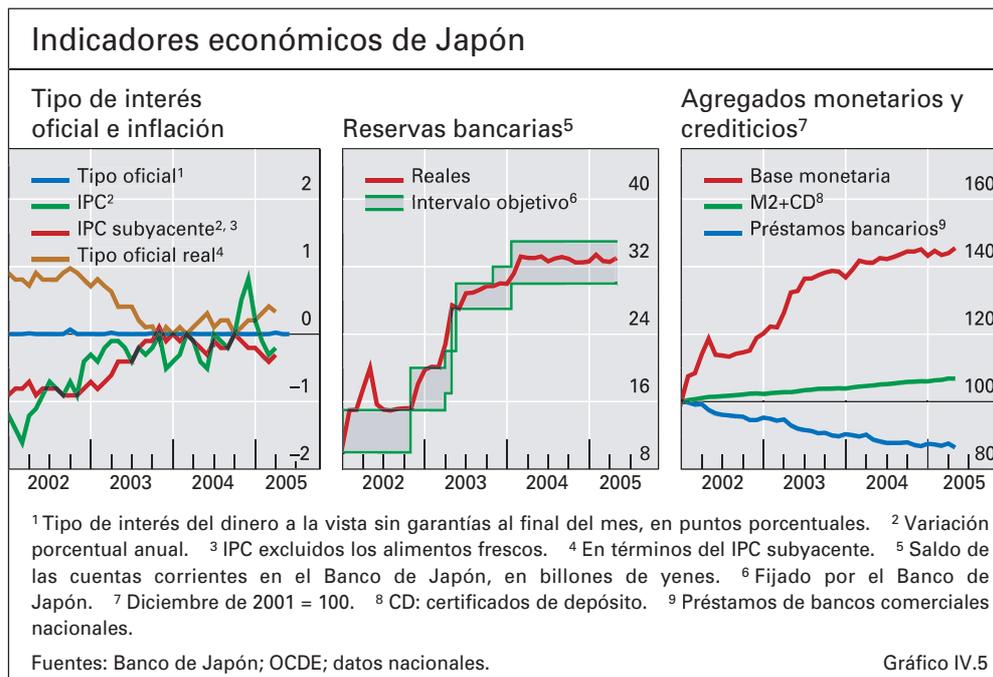
Japón

El Banco de Japón mantuvo su política de relajación cuantitativa muy acomodaticia, con tipos de interés oficiales a corto plazo prácticamente a cero (véase el Gráfico IV.5). La continuación de esta política no convencional se explica en parte por el hecho de que las fuerzas deflacionarias resultaron muy difíciles de erradicar al estancarse la economía, lo que supuso un elevado —aunque decreciente— nivel de capacidad ociosa. Las significativas mejoras en el sector financiero, que siguió bajo los efectos del descenso de los precios de los activos en la década de los 90, ayudaron a reducir el temor a que la economía japonesa pudiese caer en una espiral deflacionaria (véase el Capítulo VII). Aun así, la política monetaria expansiva tan sólo generó un incremento moderado de los agregados monetarios más amplios, ya que el crédito bancario apenas mostró signos incipientes de recuperación.

El Banco de Japón mantuvo su tipo de interés oficial en cero al persistir la deflación

El Banco de Japón mantuvo su intervalo objetivo de 30–35 billones de yenes para los saldos en cuenta corriente en el banco central. Sin embargo, algunos miembros del Comité de política monetaria se mostraron cada vez más escépticos sobre la consistencia de este objetivo

Los intervalos objetivo de relajación cuantitativa no cambiaron ...

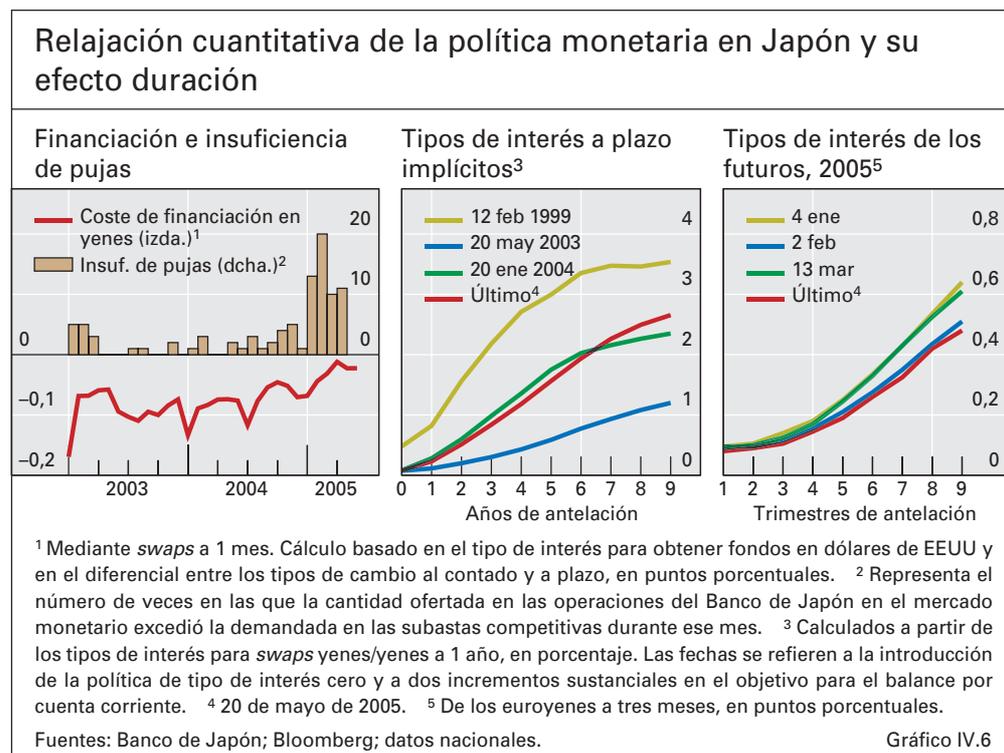


... pero se plantearon cuestiones fundamentales sobre esta política ...

... y surgieron dificultades técnicas

con las metas de política del Banco en torno a una inflación baja y estable. En efecto, el Banco consideró una rebaja del intervalo objetivo por primera vez desde la adopción de su política de relajación cuantitativa en 2001. Esto sucedió al mismo tiempo que algunos miembros de la Junta de Política expresaban una creciente inquietud ante los efectos secundarios negativos que podría tener la política de relajación cuantitativa, como son el riesgo moral entre los deudores, el mal funcionamiento de los mercados de dinero, una disminución de la flexibilidad de la política monetaria y un debilitamiento de la disciplina fiscal.

A la incertidumbre acerca de cuáles serían los intervalos objetivo más adecuados para los saldos en cuenta corriente se sumaron las dificultades técnicas del Banco de Japón para ejecutar sus operaciones de mercado destinadas a inyectar liquidez. En sus operaciones de compra de letras, la frecuencia de insuficiencia de pujas ("underbidding"), medida por el número de veces que la cantidad de liquidez ofrecida por el Banco fue superior a la demandada por las entidades, se incrementó visiblemente en marzo de este año (véase el Gráfico IV.6), lo cual fue ampliamente interpretado como un indicio de que la demanda de liquidez del mercado estaba cayendo ante la mejora del sistema bancario. En concreto, puesto que los bancos fortalecieron sus balances, no tuvieron que pagar tanto para conseguir fondos en dólares estadounidenses utilizando *swaps* en yenes. Durante años, los bancos con depósitos en dólares estadounidenses, especialmente los bancos extranjeros, habían participado en *swaps* de divisas en yenes, cuyo coste de financiación en yenes era negativo en el mercado. Esto hacía rentable para los bancos mantener saldos en yenes en diferentes activos líquidos de bajo rendimiento, incluso en cuentas corrientes con tipo de interés cero en el Banco de Japón. Al desaparecer el diferencial del *swap* a principios de este año, también



lo hizo la demanda de este tipo de saldos en cuentas corrientes por parte de bancos extranjeros.

A pesar de deberse a motivos técnicos y de no guardar relación con la orientación de la política monetaria, la incapacidad del Banco para atraer demanda suficiente para sus operaciones, que se limitaron principalmente al corto plazo, llevó al mercado a especular en un primer momento sobre un punto de inflexión en la política monetaria del Banco. Además, la curva de tipos de interés a plazo se combó y se volvió más volátil. Estas reacciones del mercado llevaron al Banco de Japón a reiterar su opinión en cuanto a que el problema de insuficiencia de pujas era una cuestión puramente técnica y no dio indicios de giro alguno en su política monetaria. El Banco también reafirmó su compromiso con la política de tipo de interés cero. Estas circunstancias indicaban que este compromiso, en vez de utilizar objetivos de cuenta corriente propiamente dichos, se consideraba crítico para un proceso de transmisión monetaria dirigido a mantener los tipos de interés de mercado en un nivel bajo. Cualquiera que sean las circunstancias, la estrategia de comunicación del Banco de Japón será importante para configurar el entorno de la política una vez que el Banco se aleje de su política monetaria poco convencional.

Las reacciones del mercado resaltaron la importancia de la estrategia de comunicación del banco central ...

Una opción de política discutida este año para ayudar a reorientar las expectativas de inflación baja y estable fue la posibilidad de que el banco central estableciera y anunciara un objetivo explícito de inflación. Aunque esta posibilidad ya se consideró con frecuencia en el pasado, pareció recibir mayor atención en el periodo analizado, al hacerse la inflación más probable, y por ende más creíble, un compromiso de ese tipo. Como se ha visto en otras partes del mundo, los regímenes basados en objetivos explícitos de inflación pueden ayudar a reducir las expectativas de inflación y a mantenerlas a un nivel bajo. El desafío para el Banco de Japón, sin embargo, sería algo distinto, pues tendría que lograr expectativas de inflación baja y mantenerlas, en una economía en expansión tras una década de deflación y de resultados económicos mediocres. Tal vez, el principal logro que se conseguiría con el establecimiento de un objetivo explícito de inflación, una vez que la economía y el sistema financiero se hubieran fortalecido, sería reducir la probabilidad de que se disparasen las expectativas de inflación, dado el gran exceso de liquidez. Semejante sobreajuste podría provocar un incremento de los costes del endeudamiento y agravar algunas de las deficiencias crónicas de la economía, por no citar problemas derivados de la lucha por la supervivencia de las empresas más débiles.

... y subrayaron las ventajas potenciales de fijar un objetivo explícito de inflación

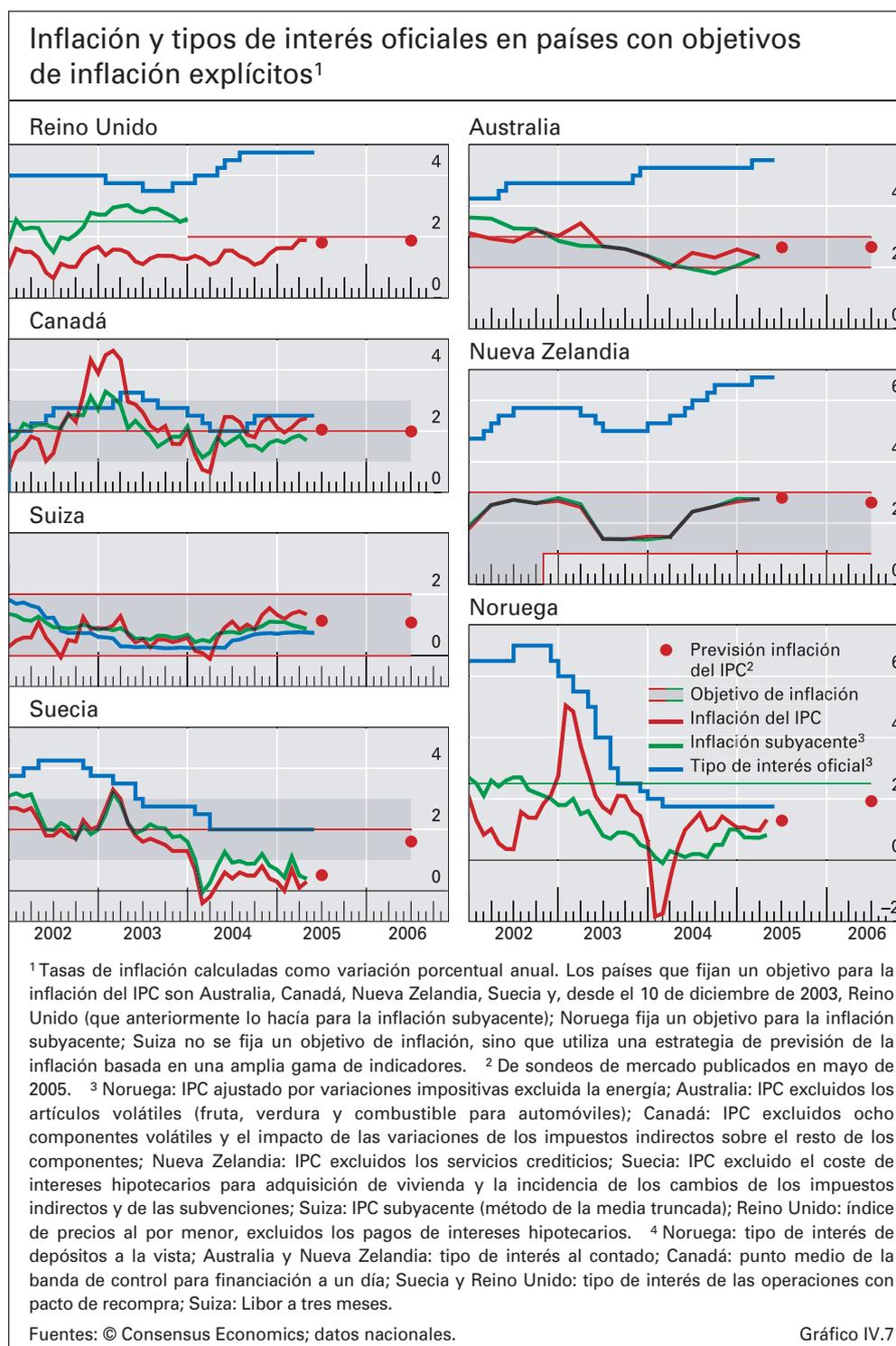
Países con objetivos de inflación explícitos

Muchos bancos centrales en países con objetivos de inflación numéricos y explícitos subieron ligeramente sus tipos de interés oficiales durante el periodo analizado. En general, la mayor fortaleza de la economía mundial supuso todo un revulsivo para la coyuntura económica nacional. Además, las subidas de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, generaron inquietud por las presiones inflacionarias. Asimismo, algunos bancos centrales opinaron que unos tipos de interés más altos podrían

Muchos bancos centrales en países con objetivos de inflación endurecieron su política

desalentar una mayor acumulación de deuda y una subida de los precios de los activos, lo que en determinadas circunstancias podría elevar a su vez los costes potenciales del consiguiente ajuste.

Para el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia, las subidas de los tipos de interés el año pasado fueron la continuación de una serie de movimientos de endurecimiento anteriores (véase el Gráfico IV.7). En el caso del Banco de Canadá y del Banco Nacional de Suiza, los incrementos en los tipos de interés fueron los primeros luego de



alcanzar mínimos en los ciclos de sus respectivas políticas. Para este último Banco, dicho mínimo había supuesto niveles cercanos a cero. En cambio, el Sveriges Riksbank y el Banco Central de Noruega mantuvieron intactos sus tipos de interés oficiales desde el mínimo cíclico de sus políticas de principios de 2004. A pesar de una inflación muy reducida en un principio, el Banco de Inglaterra mantuvo su tipo oficial sin cambios a partir de agosto de 2004.

Los tipos de interés oficiales en Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido se encuentran actualmente cerca de niveles que se consideran compatibles con un crecimiento no inflacionario sostenible a largo plazo. El Banco de la Reserva de Australia ha expresado su temor a que, después de 13 años de expansión, la utilización de capacidad sobrante esté llegando a su límite y se estén generando presiones inflacionarias. En ausencia de un ajuste al alza del tipo oficial, se esperaba que la inflación se acercara al límite superior de su banda objetivo. Nueva Zelanda, donde casi se alcanza este límite y donde la economía evidenciaba síntomas de recalentamiento, tuvo el tipo de interés oficial más alto de los países industrializados, el 6,75%. El Banco de la Reserva incluso dejó la puerta abierta a posibles incrementos adicionales. Por su parte, el Banco de Inglaterra subió sus tasas durante la primera mitad de 2004, llegando al 4,75% en agosto. En ese momento, el Comité de Política Monetaria dejó claro que estaba observando de cerca el rápido crecimiento de la deuda de las familias y los elevados precios de la vivienda, a la luz de la vulnerabilidad potencial que implicaban para el sector familias. En efecto, el Banco de Inglaterra afirmó que las subidas de su tipo de interés estaban justificadas en parte por el deseo de frenar estos posibles excesos. Este fue también el caso del Banco de la Reserva de Australia y del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda.

El Banco de Canadá y el Banco Nacional de Suiza finalizaron el periodo analizado con una política aún considerada acomodaticia. En Canadá hubo un significativo repliegue de la política acomodaticia a mediados de 2004, con la intención de moderar el crecimiento antes de que la economía se calentase en exceso. Sin embargo, a finales de otoño, al remitir el encarecimiento del petróleo y al apreciarse su tipo de cambio bilateral frente al dólar, el Banco de Canadá postergó mayores incrementos en los tipos de interés, al estar más controladas las expectativas de inflación a corto plazo. Tras elevar su tipo de interés oficial desde el mínimo histórico del 0,25% hasta el 0,75%, el Banco Nacional de Suiza también dejó en suspenso futuros incrementos, ya que la inesperada debilidad de las perspectivas de crecimiento en Europa pesó en la recuperación suiza. El Sveriges Riksbank y el Banco Central de Noruega también mantuvieron muy bajos sus respectivos tipos de interés oficiales. Los países nórdicos se vieron favorecidos por acontecimientos favorables imprevistos por el lado de la oferta, que impulsaron el crecimiento económico al tiempo que mantuvieron contenidas las presiones inflacionarias y las tasas de utilización del factor trabajo. En efecto, el abaratamiento de los precios de las importaciones y una mayor productividad interna amenazaron con una caída de los precios en Suecia. A pesar de la holgura de la capacidad productiva en Noruega, todavía persistía un cierto riesgo de aumento de la

Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido eligieron políticas más neutrales ...

... mientras que otros países optaron por políticas marcadamente acomodaticias

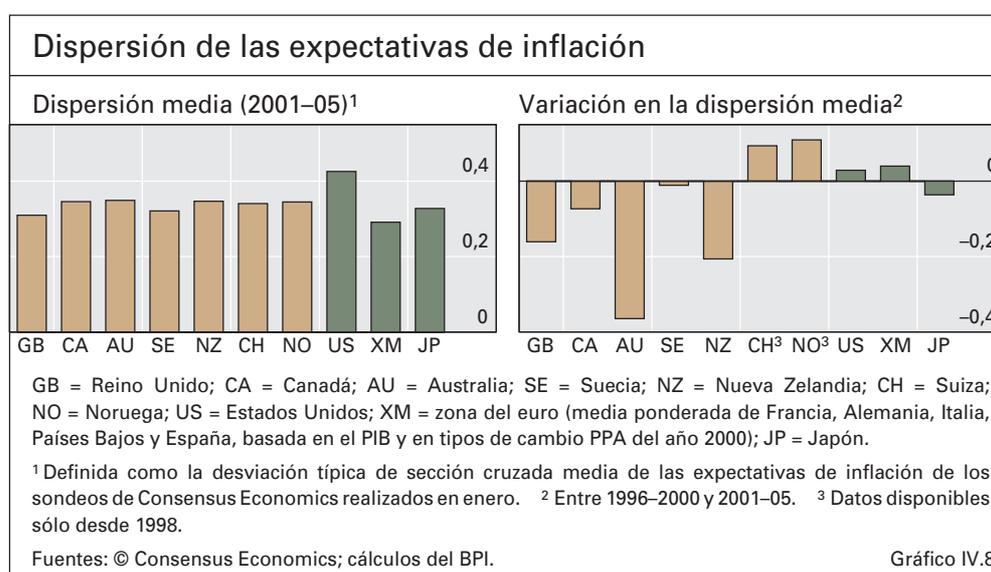
inflación, en parte debido a unas perspectivas de inversión más favorables en el sector de la energía.

Las vulnerabilidades procedentes de la coexistencia de unos elevados precios de los activos y de altos niveles de endeudamiento continuaron representando un riesgo significativo para varios bancos centrales en el periodo analizado. Australia, Nueva Zelandia y el Reino Unido, por ejemplo, experimentaron un marcado enfriamiento en sus respectivos mercados de vivienda, reflejando en parte el endurecimiento de sus políticas a lo largo de los últimos años. La celebrada desaceleración en los precios de la vivienda que se ha observado hasta ahora ha tenido efectos positivos en comparación con otros escenarios más desestabilizadores que se habían considerado. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de caídas más acentuadas en los precios de la vivienda en el futuro (véanse los Capítulos II y VII sobre la evolución de los precios de la vivienda y sus implicaciones). El Riksbank tuvo que hacer frente a un conjunto diferente de circunstancias. A pesar de que se pronosticaba que la inflación sueca estaría por debajo del objetivo durante la mayor parte de los dos años siguientes, el rápido crecimiento de la deuda de las familias y los incrementos en los precios de la vivienda desaconsejaban una política monetaria más flexible. El Riksbank señaló que unos tipos de interés más bajos, que posteriormente tuvieran que subirse con rapidez, podrían amenazar el crecimiento del consumo dado el elevado endeudamiento. También apuntó que, en su opinión, la deflación impulsada por el lado de la oferta difiere en términos cualitativos de las deflaciones asociadas a una demanda insuficiente o a la caída del precio de los activos (véase el Capítulo IV del 73º Informe Anual).

A pesar de los distintos acontecimientos imprevistos a los que tuvieron que hacer frente estos bancos centrales, consiguieron unos resultados impresionantes en cuanto al control de la inflación durante los últimos años (véase el Gráfico IV.8). Las expectativas de inflación del sector privado han permanecido en gran medida a un nivel coherente con los objetivos explícitos de inflación de los bancos centrales. Asimismo, las dispersiones

Los altos precios de los activos y el elevado endeudamiento supusieron un riesgo significativo

La incertidumbre sobre la inflación se equipara actualmente a la de los países del G-3



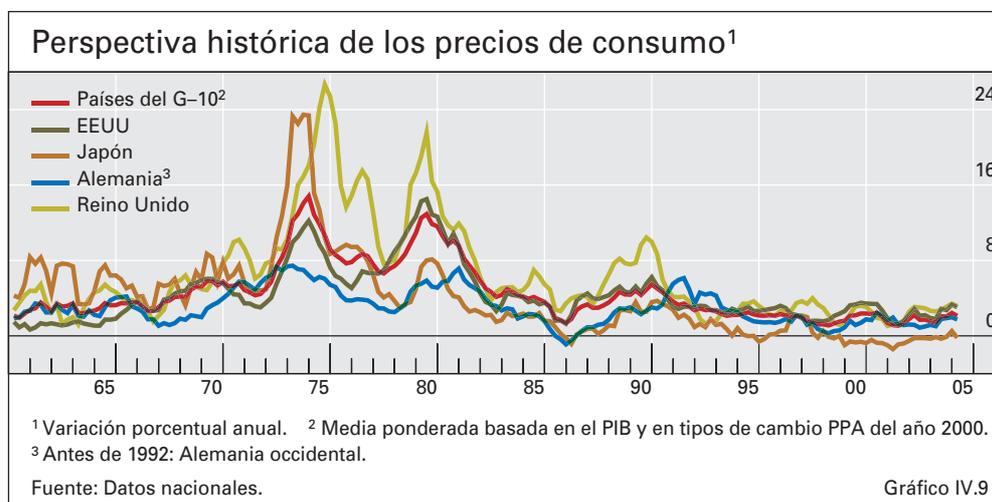
medias de las expectativas inflacionarias en los países con objetivos explícitos de inflación son bajas y están ampliamente en línea con aquellas de las economías más grandes, a pesar de sus resultados relativamente escasos en materia de inflación durante décadas anteriores. Esto se ha considerado como un testimonio de la transparencia y credibilidad de dichos sistemas, aunque todavía es posible perfeccionar los esquemas de objetivos explícitos de inflación. El Banco de Canadá, por ejemplo, está revisando en la actualidad su plazo de entre 18 y 24 meses en el que intenta llevar la inflación hacia el objetivo explícito. Aunque este horizonte ofrece considerable transparencia, la respuesta a cierto tipo de impactos económicos puede requerir un horizonte más flexible y, posiblemente, más largo.

¿Déjà vu?

Algunos de los acontecimientos más destacados del periodo analizado indujeron comparaciones entre la política monetaria actual y la de finales de la década de los 60 y principios de los 70. A primera vista, las similitudes incluyen la continuación de una prolongada política monetaria acomodaticia en los países del G-3, incertidumbre acerca del nivel de holgura económica, temores acerca de la posición externa de Estados Unidos y las implicaciones para los tipos de cambio, un marcado incremento de los precios del petróleo y otras materias primas, así como una relajación de la disciplina fiscal. Naturalmente, estos paralelismos han hecho temer que, al igual que en el pasado, pronto se dispare la inflación y que la reacción de las autoridades monetarias sea, una vez más, demasiado lenta.

Paralelismos entre la situación actual y la de tres décadas atrás

El trasfondo de estos temores es la indeseada experiencia inflacionaria de finales de la década de los 60 y principios de los 70 (véase el Gráfico IV.9). La escalada de la inflación empezó a finales de los años 60, ganó impulso a principios de los 70 y se aceleró rápidamente con la primera crisis del petróleo. Cabe destacar que las tasas de inflación permanecieron altas incluso después de que las subidas de los precios del petróleo hubieran remitido y las economías se hubieran desacelerado. Con este telón de fondo, vale la



pena examinar con más detalle la experiencia del periodo, explicando tanto las similitudes como las diferencias para obtener conclusiones que puedan aplicarse a la política monetaria en las circunstancias actuales.

En caso de que se repita la historia

Similitudes con el periodo anterior:

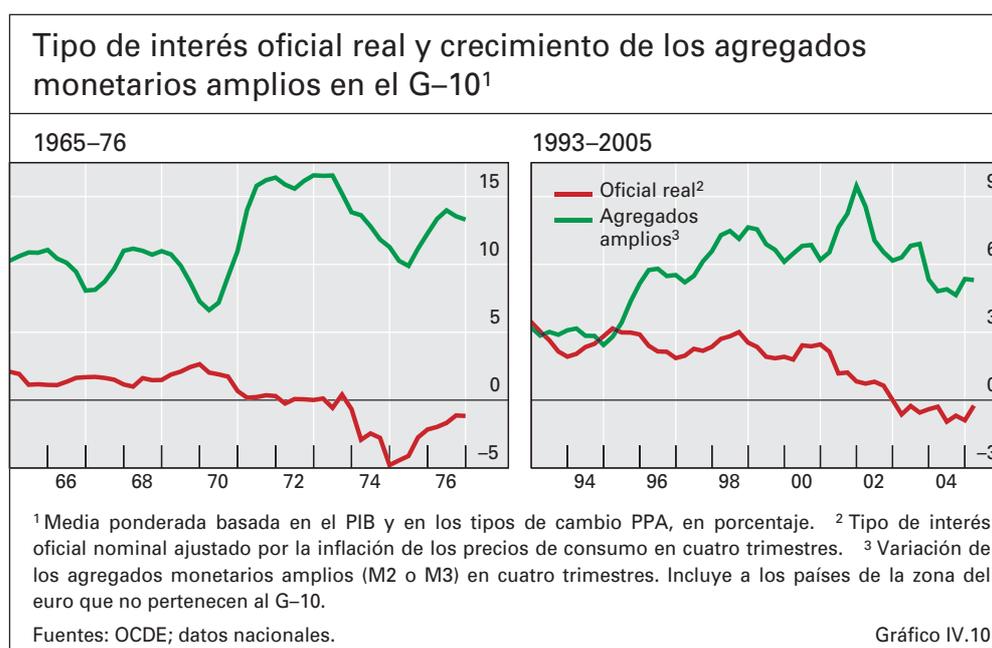
Observando el entorno de la política monetaria de finales de la década de los 60 y principios de los 70, pueden identificarse seis factores que contribuyeron a generar presiones inflacionarias, con los que guarda ciertos paralelismos la situación actual.

periodos prolongados de política monetaria acomodaticia ...

En primer lugar, los tipos de interés oficiales reales eran bajos y los agregados monetarios crecían con rapidez (véase el Gráfico IV.10). Esta política monetaria acomodaticia no se limitaba a unos cuantos países, sino que fue generalizada entre los mayores países industrializados. Los bajos tipos de interés reales a largo plazo también contribuyeron a esta coyuntura, sobre todo al permanecer relativamente bajos los tipos de interés nominales y reaccionar en general con lentitud a la creciente inflación. Al principio, esta política acomodaticia ayudó a contrarrestar la debilidad económica durante la recesión de 1970–71, pero después estimuló en exceso la demanda durante el auge económico de 1972–73.

En los últimos años, como se ha discutido antes, la política monetaria en los países del G-3 también ha sido bastante acomodaticia. Los tipos de interés oficiales nominales y reales han sido bajos y los agregados monetarios y crediticios han crecido con rapidez. En efecto, los tipos de interés oficiales reales han permanecido cerca o por debajo de cero sólo en dos ocasiones en los últimos 40 años: el periodo más reciente y los años 70. En ambos casos, la expansión de la liquidez mundial fue sustancial. Además, los tipos de interés a largo plazo se han mantenido también bastante bajos.

En segundo lugar, el sistema monetario internacional tenía unas “reglas de juego” que hacían que las políticas monetarias acomodaticias se



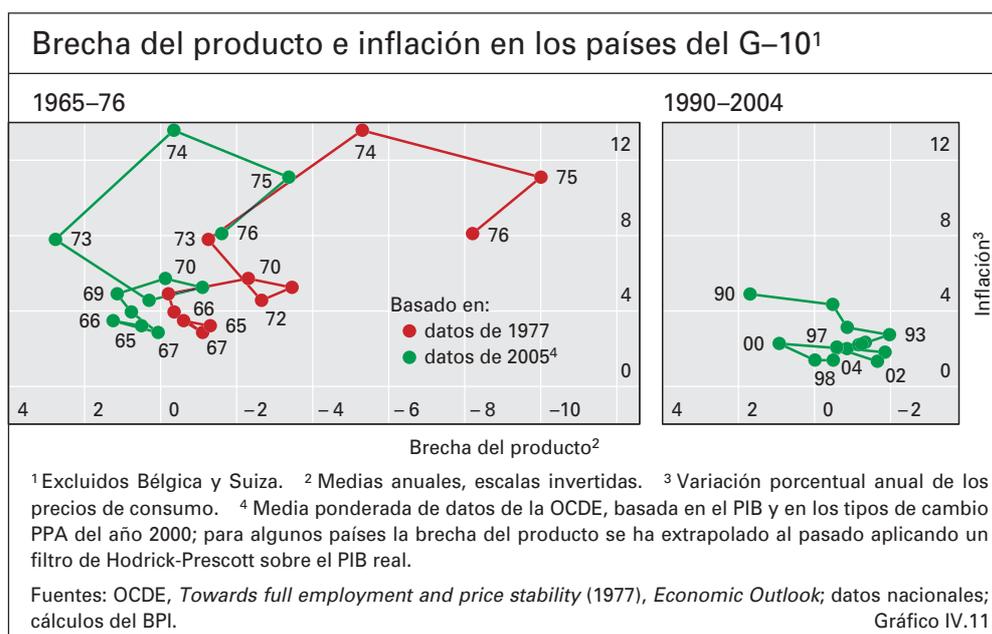
transmitiesen desde las economías grandes —en concreto Estados Unidos— hacia el resto del mundo. Al principio, el proceso de transmisión funcionó a través del régimen de tipo de cambio fijo del sistema de Bretton Woods. Como Estados Unidos mantenía una política monetaria expansiva en su territorio para atender problemas económicos internos, exportó inflación al resto del mundo, debido a su tamaño y a la importancia del dólar como moneda internacional. Tras el desplome del sistema de Bretton Woods, la inflación de Estados Unidos dejó de imponerse a otros países, que ahora podían optar por permitir que sus monedas se apreciaran. En la práctica, sin embargo, decidieron resistirse a la apreciación del tipo de cambio, en especial cuando ésta parecía tener su origen en entradas de capital especulativo. Todo ello dio lugar a unas condiciones monetarias más estimuladoras de lo que habría sido el caso.

... esquemas de tipo de cambio con un sesgo inflacionario ...

El sistema monetario internacional actual guarda algunas similitudes con esquemas anteriores. No se trata de un sistema de cambio fijo ni de uno puramente flexible, sino que más bien es un híbrido. Una característica clave de este sistema ha sido, una vez más, la negativa de varios países y en diferentes grados a aceptar la apreciación de sus monedas frente al dólar. Una intervención sin precedentes en el mercado de divisas ha llevado a una enorme acumulación de reservas en dólares estadounidenses y, en algunos casos, ha generado tipos de interés oficiales más bajos de lo habitual. La resistencia a la depreciación del dólar ha contribuido sin duda a la rápida expansión de la liquidez mundial (véase el 74º Informe Anual).

En tercer lugar, el claro aplanamiento de la curva de Phillips en los años 60 indujo a las autoridades a la infundada convicción de que la estimulación de la economía no conduciría a aumentos de la inflación (véase el Gráfico IV.11). En aquel tiempo, la curva de Phillips era fundamental para la forma en la que las autoridades monetarias y los economistas entendían el nexo de unión entre la política monetaria y la economía real.

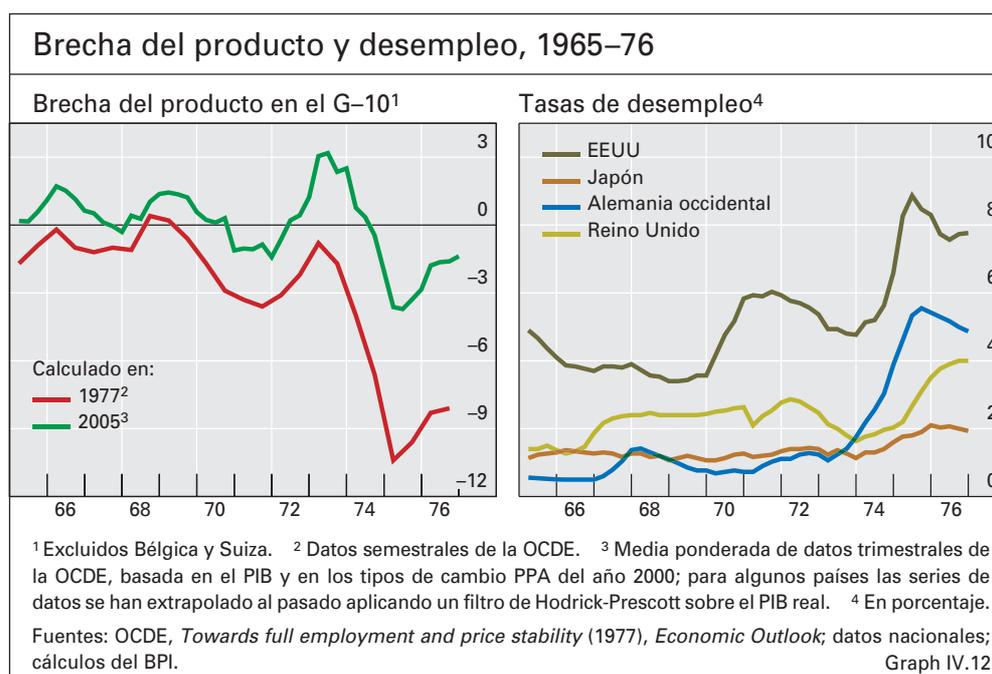
... curvas de Phillips de corto plazo aparentemente planas ...

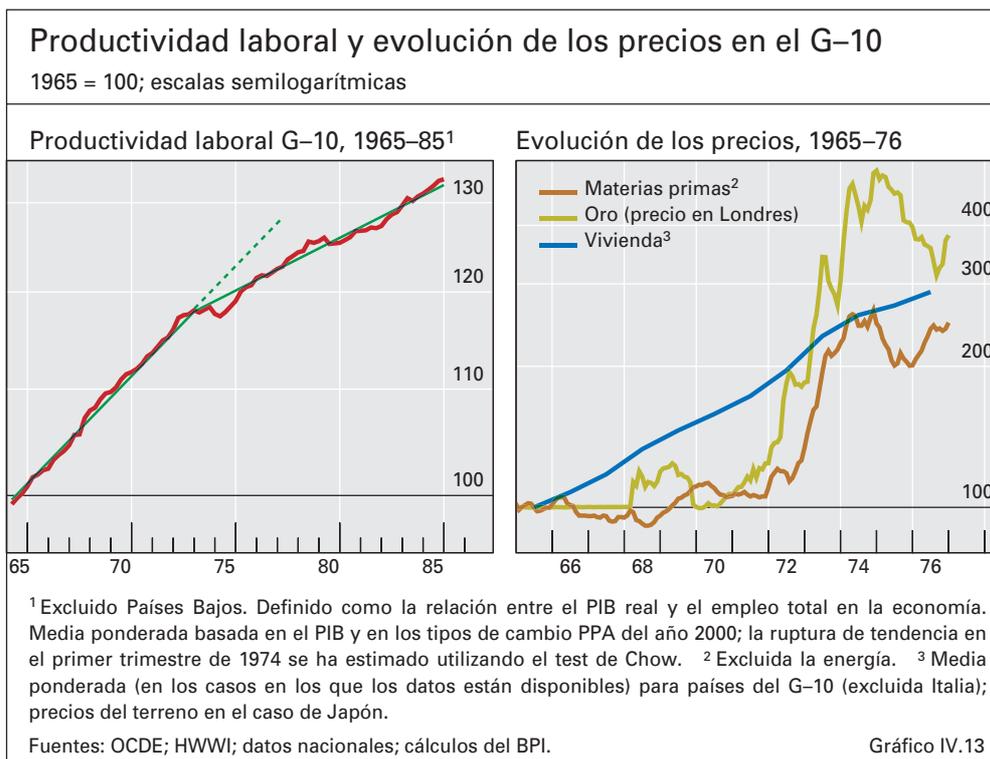


Hoy en día, la relación de intercambio a corto plazo entre la actividad económica y la inflación también se ha vuelto marcadamente plana; de hecho, algo más plana e inferior a la de los años 60. Como se aprecia en el Gráfico IV.11, la actividad económica parece tener actualmente poco efecto en unas expectativas de inflación bien ancladas. Es más, tras perder reputación durante los años 80, el marco conceptual de la curva de Phillips ha vuelto a despertar un considerable interés. La Curva de Phillips neokeynesiana ofrece una nueva perspectiva sobre la disyuntiva de las políticas en el corto plazo entre producción e inflación, si bien se supone que en el largo plazo no existe tal disyuntiva.

... señales de capacidad ociosa en la economía posiblemente erróneas ...

En cuarto lugar, las mediciones convencionales de las presiones inflacionarias subyacentes a finales de la década de los 60 y principios de los 70 proporcionaban señales mixtas, incluso sesgadas. Una fuente principal de error surgía al considerar en ese momento que las brechas de producto eran amplias y negativas. Además, las tasas de desempleo estaban aumentando. En aquel entonces, la clara desconexión entre estas estimaciones de aumento de la holgura de la capacidad productiva, junto con la inflación creciente, llevó a especular sobre un cambio fundamental en el proceso de inflación. Algunos analistas no vieron la urgencia de endurecer la política monetaria en tales circunstancias, al suponer que el aumento de la inflación se revertiría por sí mismo dado el grado de atonía de la economía. Otros analistas abandonaron el enfoque convencional de la curva de Phillips por otro en el que la economía estaba sujeta a "límites de velocidad". Desde esta perspectiva, la creciente inflación de principios de la década de los 70 se veía como una respuesta al cambio en la utilización de recursos, más que al nivel de estos recursos. Sólo más tarde, con la perspectiva que proporciona el tiempo, se hizo más claro que la situación se debía, al menos en parte, a mediciones erróneas (véase el Gráfico IV.12): en realidad, ese periodo se había





caracterizado por una demanda excesiva. Un problema subyacente era que el crecimiento de la productividad había comenzado a perder fuerza, algo que no se percibió en aquel momento (véase el Gráfico IV.13). Además, se pensaba que las tasas de desempleo más elevadas eran reflejo de evoluciones cíclicas, cuando en realidad se debían en gran medida a tendencias demográficas y a la mayor generosidad de los programas de seguridad social. Asimismo, los responsables de la política económica tenían que tener en cuenta la significativa evolución por el lado de la oferta, especialmente la de los precios del petróleo a mediados de la década de los 70, que volvían la situación aún más opaca.

También hoy en día, podría ser tal la incertidumbre en torno a la estimación en tiempo real de las brechas de producto, a la evolución temporal de las NAIRU (tasas de desempleo que no aceleran la inflación) y a otras medidas de la holgura de la capacidad productiva, como para impedir a las autoridades monetarias evaluar con precisión las presiones inflacionarias. Aún subyacen interrogantes acerca de la productividad nacional y del mercado laboral que nublan el entorno de la política, como también lo hacen las cuestiones acerca de la implicación, por el lado de la oferta, de las recientes oscilaciones en los precios de los productos básicos. Hay quienes, a pesar de observar una situación de atonía internacional de la capacidad productiva, han atribuido el reciente e incipiente aumento de la inflación a la aplicación de nuevos "límites de velocidad" en algunos sectores, especialmente en aquellos intensivos en productos básicos.

En quinto lugar, a principios de la década de los 70, el precio del petróleo y de otros productos básicos se disparó hasta cotas muy por encima de sus intervalos históricos habituales. Los precios del petróleo en

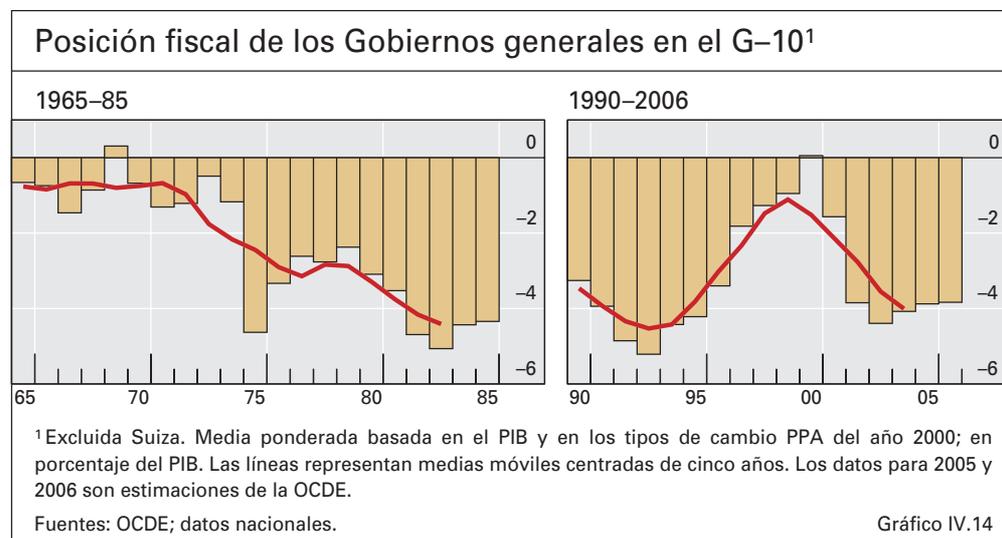
... altos precios del petróleo y otras materias primas ...

términos reales también alcanzaron niveles sin precedentes, que se superaron durante la segunda crisis del petróleo al final de la década (véase el Capítulo III). Además, muchos flecos de la inflación, como los precios de los productos básicos no petrolíferos y los precios inmobiliarios, también registraron nuevos máximos en ese momento (véase el Gráfico IV.13). Sin embargo, estos indicadores no mostraron una cronología particularmente uniforme en sus puntos de inflexión. Como era de esperar, el comportamiento reciente de los precios del petróleo y del resto de productos básicos ha dado lugar a reiteradas comparaciones con el periodo anterior. Quizás menos recordada sea el alza de los precios inmobiliarios a finales de la década de los 60 y principios de los 70, que ofrece incluso otro paralelismo interesante con la evolución actual de los precios de la vivienda (véase el Capítulo II).

... y políticas
fiscales expansivas

Por último, las políticas fiscales a principios de la década de los 70 se volvieron más bien expansivas, al ampliarse sustancialmente los déficit fiscales (véase el Gráfico IV.14). Al igual que ocurrió con la política monetaria, la política fiscal se observaba bajo el prisma de los objetivos keynesianos de estabilización que imperaban en esos momentos. Su objetivo era suavizar el ciclo económico, pese a que los efectos retardados de las políticas tendían en ocasiones a amplificar estos vaivenes más que a suavizarlos. A mediados de la década de los 70, comenzaron a aparecer serios déficit estructurales, que permanecieron amplios a pesar de que las recesiones económicas se hicieron menos frecuentes y volátiles que en el pasado. Hoy en día, después de los considerables esfuerzos de finales de los 90 para poner bajo control los resultados fiscales, están emergiendo de nuevo grandes déficit estructurales (véase el Capítulo II).

Aunque estos paralelismos son palmarios, no auguran necesariamente un regreso inminente al entorno inflacionario de la década de los 70. Para entender mejor los aspectos con los que ha de lidiar la política económica, resulta didáctico repasar las lecciones aprendidas del pasado y destacar algunas de las principales diferencias entre el periodo anterior y la actualidad.



Enseñanzas del pasado

La didáctica de finales de los años 60 y de los 70 no es unidimensional. En efecto, ningún acontecimiento individual puede ser considerado por sí solo como responsable de uno de los peores periodos económicos de los últimos 50 años. La culpable fue la conjunción de circunstancias desafortunadas e imprevistas y de errores de política, además de un cambiante panorama económico y financiero del que las autoridades monetarias no se percataron por completo. Desde el punto de vista práctico de la política monetaria, merecen resaltarse tres enseñanzas clave.

Se han aprendido lecciones importantes sobre política

La primera lección tiene que ver con la importancia de la estabilidad de precios y con la necesidad de proporcionar los medios institucionales para lograrla. Los sustanciales costes que conlleva una inflación alta se hicieron demasiado patentes durante la década de los 70. No fueron sólo el tiempo y esfuerzo desperdiciados para evitar que la inflación repercutiera en los activos nominales, sino también las distorsiones para la actividad inversora debido a códigos fiscales cuyos tipos impositivos no deflataban plenamente la inflación. La elevada inflación conllevó costes adicionales a causa de su volatilidad asociada, entre los que destaca una mayor variabilidad de la producción inducida por la confluencia de múltiples señales económicas procedentes de las oscilaciones de los precios relativos y de las elevadas primas de riesgo por alta inflación sobre los activos financieros. La década de los 70 también demostró que tolerar una inflación alta no traía beneficios a largo plazo. La creencia en aquel momento de que existía una relación de intercambio positiva a largo plazo entre la inflación y el crecimiento del producto era simplemente errónea; en todo caso, la relación sería más bien negativa por los efectos nocivos de una inflación alta sobre el crecimiento. A la luz de esta experiencia, no es de sorprender que con el tiempo se forjase un consenso intelectual, político y social para combatir la inflación. Las lecciones aprendidas también contribuyeron a sostener la tendencia mundial a conceder mayor independencia a los bancos centrales para que persigan un mandato más centrado en la estabilidad de precios.

La importancia de estabilizar los precios ...

La segunda enseñanza fue la importancia de reaccionar con rapidez y determinación ante las presiones inflacionarias. Las autoridades monetarias de la década de los 70 solieron seguir políticas monetarias acomodaticias con el fin de estimular la actividad económica, incluso aunque la inflación aumentase. Hasta cierto punto, esto era reflejo de las percepciones erróneas sobre los costes de la inflación y sobre la pendiente de la curva de Phillips y la posibilidad de su desplazamiento. También se hizo evidente que, cuanto más se tardase en evitar el aumento de las expectativas inflacionarias, más costaría recuperar la estabilidad de precios. No es de sorprender que las autoridades monetarias hayan puesto durante la pasada década toda su atención en endurecer la política monetaria en cuanto han aparecido señales inflacionarias inequívocas. Este comportamiento ha sido clave para que los bancos centrales hayan logrado y mantenido la estabilidad de precios.

... de anticiparse a la curva de inflación ...

Una ilustración específica de esta lección aprendida ha sido el reconocimiento de la necesidad de responder con determinación a los efectos

secundarios de una subida del precio del petróleo. El impacto inicial de este encarecimiento (su efecto primario) genera un aumento de la inflación en proporción al peso del componente energético en el índice de precios. Una subida aislada del nivel de precios no tendría necesariamente un efecto duradero sobre la inflación, por lo que no exigiría un cambio significativo en la política monetaria. Sin embargo, si ese incremento conllevase un aumento de las expectativas de inflación (el efecto secundario), podría desencadenarse una espiral inflacionista de precios y salarios. La década de los 70 enseñó a las autoridades monetarias que una reacción política contundente podría evitar tales efectos secundarios. De hecho, cuando se aplicó esta enseñanza durante la segunda crisis del petróleo, bancos centrales como el Deutsche Bundesbank, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza lograron resultados muchos mejores en materia de inflación.

... y de ser prudente al evaluar la capacidad ociosa

La tercera lección extraída de la década de los 70 es la importancia de ser cautos a la hora de evaluar el grado de atonía de la economía. Esta holgura de la capacidad productiva (lo que en inglés se conoce como “*slack*”) es un concepto teórico difícil de medir de forma precisa, ya que es necesario basarse en variables no observables como el producto potencial o la tasa (NAIRU). Estos puntos de referencia para las políticas pueden cambiar de forma imprevista sin que se detecte durante mucho tiempo. La desaceleración de la productividad estructural en la década de los 70 por razones aún no del todo claras es un buen ejemplo de cómo la evolución económica puede llevar a una percepción errónea de la holgura de la capacidad productiva, que a su vez conlleva una política más acomodaticia de lo que hubiera sido en caso contrario. Esta posibilidad destaca la importancia de contar con información adecuada en tiempo real y de corroborarla con otros datos disponibles. Ante todo, implica incorporar a las deliberaciones de la política económica la incertidumbre intrínseca sobre lo que conocen realmente las autoridades sobre su entorno de actuación.

Décadas más tarde: en caso de que no se repita la historia

Tres cambios clave en el entorno económico:

De estas enseñanzas se desprende que no es probable que los bancos centrales cometan los mismos errores, por lo que la historia no se repetirá. Por supuesto, no se excluye la posibilidad de un inesperado resurgimiento de las presiones inflacionarias, o incluso de la inflación. Lo que se sugiere es que si se materializaran, estas presiones serían combatidas con firmeza y la situación se resolvería más rápido que en el pasado.

Esta conclusión en cuanto a que la historia no se repetirá se fundamenta además en lo que parecen ser claras diferencias entre las actuales condiciones económicas y las de finales de la década de los 60 y principios de los 70. Estas diferencias se refieren al comportamiento de los salarios, al impacto del continuo proceso de globalización y al papel menos relevante del petróleo.

comportamiento más discreto de los salarios ...

El comportamiento de los salarios a finales de la década de los 60 y en los 70 estaba en general más correlacionado con la inflación que hoy en día (véase el Cuadro IV.1). Esta situación estaba fomentada por dos factores clave. Primero, ese periodo se caracterizó por el gran poder de los sindicatos y la negociación agresiva de las condiciones de trabajo. La tensión laboral,

Correlación entre la inflación y el crecimiento de los salarios: pasado y presente						
	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido
1965–79	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991–2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

Nota: Las cifras representan las correlaciones entre la variación porcentual anual de los precios de consumo y los costes laborales unitarios.

Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro IV.1

especialmente en el continente europeo, se mostró con furor en numerosas huelgas. Desde el punto de vista de las políticas, un poco más de inflación a cambio de menos huelgas podría haber resultado una opción atractiva, especialmente en un momento en el que las autoridades monetarias gozaban de menor independencia. Segundo, las políticas basadas en los ingresos solían ser la norma, con lo que se creaban más lazos entre el crecimiento de los salarios y la inflación. Esto fue particularmente importante en la década de los 70, cuando subieron los precios del petróleo y de los productos básicos. Las cláusulas de indexación salarial automática generaron ganancias nominales en las rentas que no eran compatibles con las mayores transferencias de ingresos reales a los países productores de petróleo y otros productos básicos. En consecuencia, ya fueran de hecho o de derecho, estas indexaciones también fueron particularmente efectivas para elevar la persistente inflación de los precios de bienes y servicios.

Hoy en día, los mercados laborales son mucho más competitivos y están más orientados al mercado. El poder sindical ha cedido y la negociación salarial se ha vuelto bastante menos agresiva. Esto se debe en parte a que la elasticidad de la oferta laboral se ha incrementado, de manera directa a través de los movimientos migratorios, y de manera indirecta a través del comercio y la competencia del mercado. Sean cuales sean las razones por las que los mercados laborales están más calmados, el resultado ha sido el debilitamiento del nexo entre la inflación y el crecimiento de los salarios, al tiempo que se ha reducido la participación del factor trabajo en el PIB con respecto a la década de los 70. Esta evolución del mercado laboral ha conseguido reducir la repercusión de distintos tipos de perturbaciones inflacionarias, lo que a su vez ha ayudado a mantener las expectativas de inflación bien ancladas (véase el Capítulo II).

Otra diferencia, aunque relacionada con la primera, fue que los cambios de las condiciones de oferta mundiales han contribuido a mantener a raya las presiones inflacionarias. Estas condiciones reflejan una combinación de tendencias favorables. Así, además de las fuertes ganancias de productividad y ahorro de mano de obra, que han impulsado el crecimiento de la producción conteniendo al mismo tiempo las presiones sobre los costes, el cambio más dramático ha sido el alcance de la globalización. Sin duda, la penetración de las exportaciones japonesas y coreanas en la década de los 60 y 70 ya era significativa, pero la penetración actual de las exportaciones desde Asia,

... mayor
globalización ...

y especialmente China, es un factor incluso más importante para mantener bajos los precios de importación y los salarios en la mayoría de los países industrializados (véase el Capítulo II). El ritmo de la desregulación también ha ayudado a reforzar las presiones deflacionarias, especialmente en las economías emergentes, a través de una competencia de precios más dura.

... y una relación más favorable entre los precios del petróleo y la macroeconomía

La tercera diferencia entre el entorno de la política actual y el de hace tres décadas tiene que ver con las dimensiones macroeconómicas del petróleo. Hay muchas y buenas razones para creer que las implicaciones de unos precios del petróleo más elevados serían menos significativas en el entorno económico actual (véase el Capítulo II). En concreto, las principales economías industrializadas se han vuelto menos dependientes del petróleo en términos de barriles por dólar de PIB, lo que refleja la mayor utilización de otras tecnologías más eficientes en el uso de la energía y un cambio secular desde la manufactura hacia los servicios. Las estimaciones actuales de la elasticidad tanto de la inflación como de la producción con respecto al precio del petróleo son menores que las correspondientes a los países industrializados en la década de los 70.

¿Nuevos riesgos?

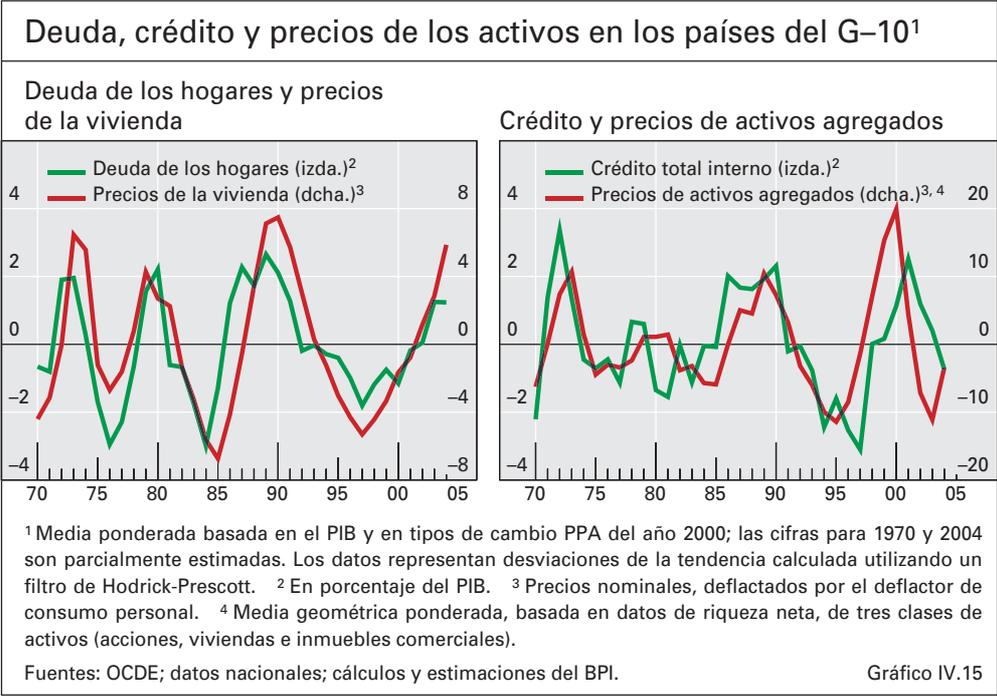
Es improbable que la Historia se repita al pie de la letra, pero existen riesgos significativos ...

Aunque aprender de los errores pasados resulta reconfortante, esto no garantiza que no se vayan a cometer otros de naturaleza distinta. Los principales riesgos para la política raramente proceden de la recurrencia de circunstancias, sino que suelen reflejar circunstancias imprevistas en el entorno económico y general. Además, como ha demostrado la experiencia de principios de los 70, suele ser la interacción entre las políticas y dicho entorno lo que puede dar lugar a nuevos e inesperados desafíos.

... debido al cambiante proceso de inflación, a los tipos de interés oficiales muy bajos y al aumento de los precios de los activos y del crédito

Desde esta perspectiva, la regularidad con la que se presentan evoluciones inesperadas nos recuerda las limitaciones de nuestro entendimiento acerca de la dinámica de la economía moderna, y no faltan ejemplos al respecto. Uno de ellos es el hecho de que se haya tendido a sobrestimar la inflación durante gran parte del periodo de desinflación, lo que ha vuelto a ocurrir más recientemente; a esto se suma que la inflación ahora parece responder menos a los indicadores nacionales de presiones por exceso de demanda (véase Capítulo II). Esto es el vivo reflejo de la subestimación sistemática de la inflación prevista a finales de la década de los 60 y principios de los 70. Un segundo ejemplo es la confluencia de tipos de interés oficiales y de mercado que parecen estar bien por debajo de los niveles compatibles con un crecimiento no inflacionario a largo plazo, mientras la inflación efectiva permanece bajo control. Un tercer ejemplo es la serie de expansiones y contracciones en la actividad crediticia y en el precio de los activos, que han tenido en cada caso consecuencias perturbadoras para la economía (véase el Gráfico IV.15), a pesar de alcanzarse la estabilidad de precios, lo que da pie a pensar que tales ciclos podrían desaparecer junto con la inflación.

De hecho, es posible pensar en paradigmas que pudieran explicar estas desconcertantes evoluciones. Resulta en cierto modo paradójico afirmar que los nuevos desafíos a los que se enfrentan los bancos centrales en la



actualidad son en parte el resultado de tres acontecimientos sin duda alguna favorables: la globalización de la economía real, la liberalización de los mercados financieros y las recientes credenciales antiinflacionarias. En este sentido, la globalización proporciona la fuerza deflacionaria subyacente, la liberalización financiera suaviza las restricciones financieras que afectan a los procesos de interacción de los precios de los activos y del crédito, y la credibilidad antiinflacionaria permite anclar las expectativas, lo que puede ayudar a retrasar la transformación de las presiones de excesos de demanda en una mayor inflación (véase la Conclusión del presente Informe).

Aun así, no es sencillo comprender todas las consecuencias de cada cambio estructural significativo, y más complicado aún es comprender en su totalidad las implicaciones de sus interacciones. Los procesos en juego están rodeados de una gran incertidumbre, lo que sin duda dificulta la configuración de políticas monetarias. Los cambios no sólo pueden alterar los mecanismos de transmisión tanto de perturbaciones exógenas como de las políticas monetarias, sino que también podrían modificar los riesgos venideros.

Algunos de los desafíos a los que se han enfrentado en la práctica los bancos centrales últimamente son sintomáticos de esta situación. En algunos países, como en Suecia, el descenso de la inflación bastante por debajo del objetivo, en un contexto de solidez de la economía, ha llevado a preguntarse si el banco central debería suavizar su política todavía más. Sin embargo, esto supondría exacerbar los síntomas incipientes de desequilibrios financieros en el mercado de la vivienda, con un posible riesgo de reversiones no deseadas en el futuro. A este dilema puede sumarse la escasa sensibilidad de la inflación a las presiones de la demanda interna, al implicar la necesidad de una mayor suavización monetaria para que vuelva a aumentar la inflación. En términos más generales, los niveles comparativamente altos

Los bancos centrales pueden estar enfrentándose a nuevos desafíos de política

del endeudamiento familiar y de los precios de la vivienda en diversos países complican la estrategia de salida de la actual política acomodaticia. Está claro que dificultan el calibrado del ritmo y del calendario del endurecimiento, al aumentar la incertidumbre que rodea la respuesta de los precios de los activos y, por ende, las decisiones de gasto. En Australia, el escaso incremento de 25 puntos básicos se ha asociado a una desaceleración significativa del mercado inmobiliario. Se necesitarían políticas aún más estrictas en caso de un repunte repentino de la inflación, ya sea por los efectos retardados de las presiones de la demanda o por un aumento de los precios de la energía. En tales circunstancias, no sería imposible que una subida de los tipos de interés que se considere en general adecuada pudiera acabar desencadenando por descuido una deflación inoportuna.

Todos estos ejemplos indican que tanto en la actualidad como en el pasado los bancos centrales tienen que ser conscientes de las limitaciones de su conocimiento y han de obrar con cautela para no confundir el consenso con una verdad universal. Además, también deben estar alerta ante la posible aparición de riesgos inesperados. No hay alternativa para una evaluación minuciosa de la evolución de las condiciones y procesos económicos. Aprender del pasado es esencial. Sin embargo, como se destaca en la Conclusión de este informe, nunca se termina de aprender.