

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

La política monetaria de los principales países industrializados se mantuvo en general acomodaticia durante el periodo analizado, incluso ante el fortalecimiento de las economías y la mejora de las perspectivas. Sin embargo, al constatarse que los riesgos para la estabilidad de precios habían aumentado, los bancos centrales tomaron medidas para reducir el efecto expansivo de sus políticas. La Reserva Federal continuó elevando su tipo de interés oficial a un ritmo mesurado, hasta un nivel considerado ampliamente compatible con la estabilidad de precios y el crecimiento sostenible a largo plazo. El BCE empezó a subir su tipo de interés oficial a finales de 2005 desde su mínimo histórico anterior. Uno de los principales motivos de preocupación de estos bancos centrales fue determinar si su ritmo de endurecimiento era el adecuado a la vista de los elevados precios de la energía, la creciente utilización de la capacidad productiva y el dinamismo de los mercados de la vivienda. El Banco de Japón, ante los crecientes indicios de cese de la deflación, anunció en marzo de 2006 el fin de su prolongada política de relajación cuantitativa. De cara al futuro, contempló un retorno a la utilización de instrumentos más ortodoxos. Sin embargo, la política monetaria siguió favoreciendo la incipiente reactivación económica, ya que el objetivo de los tipos de interés oficiales se mantuvo en cero y los tipos de interés reales se tornaron negativos.

Por lo que se refiere a las economías industrializadas avanzadas más pequeñas, los desafíos de política monetaria fueron más variados, dada la mayor complejidad de la combinación de factores internos y externos en juego. El Banco de Canadá, el Banco Central de Noruega, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional de Suiza redujeron su grado de acomodación elevando sus tipos de interés oficiales desde niveles bastante bajos. Otros países, que se encontraban en una etapa más avanzada del ciclo económico, tan solo aplicaron ajustes menores a sus políticas. El Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia elevaron sus tipos de interés oficiales de forma moderada, mientras que el Banco de Inglaterra los redujo también con moderación.

Pese a los riesgos al alza derivados de las presiones inflacionistas, la actuación de numerosos bancos centrales se explica por el nivel persistentemente bajo de la inflación subyacente y por las expectativas de inflación bien ancladas, que atribuyeron en parte a la mayor competencia mundial y a su moderadora influencia sobre los salarios y los precios. En la última sección de este capítulo se analizan algunos de los retos de política monetaria derivados de la mayor integración económica y financiera mundial ("globalización").

Análisis de la evolución

Estados Unidos

La Reserva Federal elevó sus tipos de interés...

Durante el periodo analizado, la Reserva Federal continuó reduciendo el grado de acomodación de su política. El tipo de interés objetivo de los fondos federales se incrementó en 25 puntos básicos en cada reunión de su comité de política monetaria, hasta situarse en el 5% en mayo de 2006 (véase el Gráfico IV.1). Su última variación supuso el decimosexto incremento consecutivo de este ciclo restrictivo, que se había iniciado en junio de 2004 con los tipos de interés en el 1%. Este ciclo se caracterizó por el anuncio previo de cada variación del tipo de interés. Sin embargo, a finales de 2005 algunos miembros del comité manifestaron menor certeza sobre la evolución de la política monetaria.

... mientras la inflación se mantuvo moderada...

El mantenimiento en niveles moderados de la inflación subyacente fue otra de las características destacables de esta fase restrictiva. La inflación medida por el índice general de gasto en consumo personal (GCP) continuó subiendo hasta alcanzar el 4% interanual, a medida que se dejaban sentir los efectos del encarecimiento de la energía y las materias primas. Aun así, la inflación subyacente se mantuvo baja y estable en torno al 2%. Hacia el final del periodo, sin embargo, los indicios de un crecimiento subyacente vigoroso, un leve aumento en la inflación esperada a largo plazo y una mayor utilización de los factores productivos, especialmente en los mercados de trabajo, hicieron que el comité reforzara la vigilancia ante los riesgos inflacionistas.

... y el crecimiento fue vigoroso



La estrategia de comunicación de la Reserva Federal ha sido fundamental para orientar a los mercados durante esta fase restrictiva. Cuando el comité de política monetaria empezó a contemplar la posibilidad de poner fin a las medidas de corte restrictivo, ajustó sus declaraciones sobre la trayectoria probable de los tipos de interés oficiales y sobre una eventual pausa. En particular, en diciembre de 2005 abandonó el famoso “mesurado” que había empleado desde mediados de 2004 para describir el probable ritmo de aumento del tipo de interés, y manifestó que, una vez eliminado un considerable grado de acomodación, las futuras orientaciones de política monetaria deberían mostrarse más sensibles a los anuncios de datos económicos. Además, afirmó que el efecto acumulado de cambios posteriores probablemente no sería sustancial. La reacción de los mercados a este cambio de terminología fue bastante comedida.

Al atisbarse el fin del ciclo restrictivo...

A pesar de valorar positivamente la manera en que se había instrumentado el actual ciclo restrictivo, el comité discutió la posibilidad tanto de pecar por exceso en el ajuste de la política monetaria como de hacerlo por defecto. A finales de 2005, cuando el comité dejó de calificar de acomodaticia su política, algunos de sus miembros empezaron a argumentar que los tipos de interés oficiales podrían haber alcanzado ya un nivel acorde con el crecimiento del producto hasta su potencial, teniendo en cuenta los desfases generalmente asociados al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Aun así, las subidas posteriores de los tipos de interés oficiales indicaron que los riesgos inflacionistas seguían inquietando a una mayoría de miembros del comité.

... era necesario equilibrar los riesgos de excederse en el ajuste del tipo de interés oficial con...

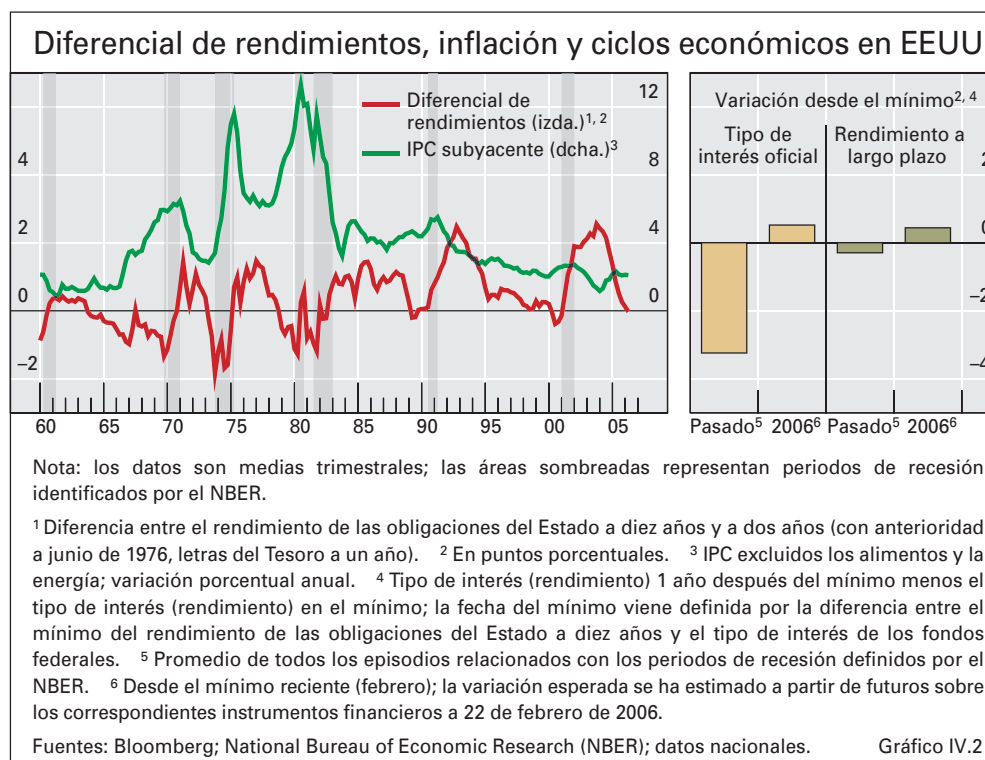
Los altos precios de la vivienda y las elevadas cargas financieras del endeudamiento de los hogares se identificaron como factores de riesgo cruciales para las perspectivas de crecimiento futuras, aun habiéndose apreciado indicios de que el mercado de la vivienda estadounidense estaba enfriándose. Para la Reserva Federal era importante determinar si esta situación exigía una respuesta de política monetaria más restrictiva que en ocasiones anteriores, dada la posibilidad de que la vivienda estuviera sensiblemente sobrevalorada. Al analizar la cuestión, el comité de política monetaria coincidió en que, en principio, la evolución de los precios de la vivienda debería tenerse en cuenta si amenazara los objetivos principales de estabilidad de precios y crecimiento económico sostenible. No obstante, también concluyó que responder a posibles valoraciones incorrectas en tales circunstancias seguramente no contribuiría, en último término, a alcanzar sus objetivos principales en materia de política monetaria. La incertidumbre asociada a la determinación del valor adecuado y a la evolución probable de los precios de estos activos se consideró por lo general demasiado grande como para que la Reserva Federal pudiera actuar con confianza.

... los riesgos para la estabilidad de precios

Los retos de los precios de la vivienda, la deuda...

El aplanamiento de la curva de rendimientos también fue motivo de preocupación para la política monetaria, dado que los diferenciales de rentabilidad se redujeron hasta niveles no registrados desde la recesión de 2001. En el pasado, esta configuración de la curva de vencimientos había sido una señal bastante fiable de recesión inminente (véase el panel izquierdo del Gráfico IV.2). Sin embargo, en esta ocasión, los factores que operaban sobre

... y el aplanamiento de la curva de rendimientos

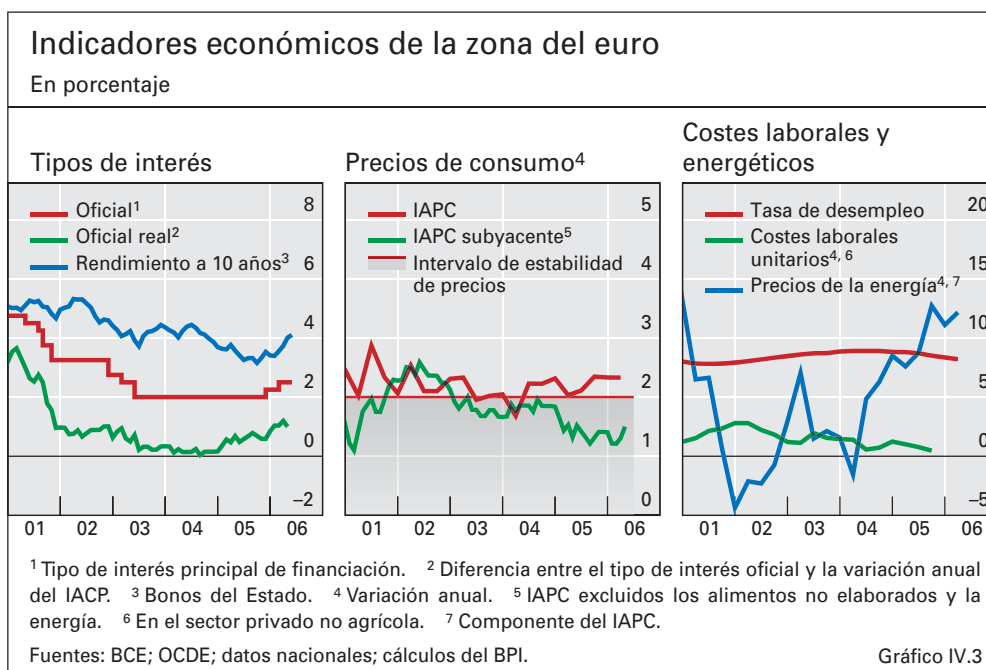


el diferencial parecían distintos en al menos dos aspectos destacados. En primer lugar, la Reserva Federal parecía haber puesto freno a las presiones inflacionistas, disipando así las expectativas de sobreajuste del tipo de interés oficial (véase el panel derecho del Gráfico IV.2). En segundo lugar, los tipos de interés nominales a largo plazo se habían mantenido significativamente estables en comparación con periodos de restricción anteriores, aunque se incrementaron de forma notable hacia finales del periodo analizado. Esto sugería que el grado de restricción de la política asociado a la inversión de la pendiente de la curva había sido inferior al normal. En conjunto, estos acontecimientos pusieron en entredicho la continua fiabilidad de este indicador (véase el Capítulo IV del *75º Informe Anual*). Las implicaciones del aplanamiento de la curva de rendimientos para la política monetaria dependerían de los factores que supuestamente subyacen al cambio de dinámica y que, lamentablemente, siguieron siendo difíciles de valorar con certeza (véase el Capítulo VI).

Zona del euro

A pesar de los dos incrementos del tipo de interés oficial, la política monetaria en la zona del euro se mantuvo muy acomodaticia durante el periodo analizado. El primer aumento de 25 puntos básicos en diciembre de 2005 se produjo tras dos años y medio en los que el tipo de interés oficial se mantuvo en el nivel históricamente bajo del 2%. El BCE aplicó una nueva subida de 25 puntos básicos en marzo de 2006, en gran medida como respuesta a los indicios de aumento de los riesgos para la estabilidad de precios, con lo que el tipo de interés oficial se situó en el 2,5% al final del periodo (véase el Gráfico IV.3). Las decisiones del BCE respondieron a valoraciones basadas en su marco de

El BCE empezó a subir sus tipos de interés...



política monetaria de dos pilares, uno centrado en la estabilidad de precios a corto plazo y el otro en las tendencias de los precios a más largo plazo que se desprenden del análisis monetario.

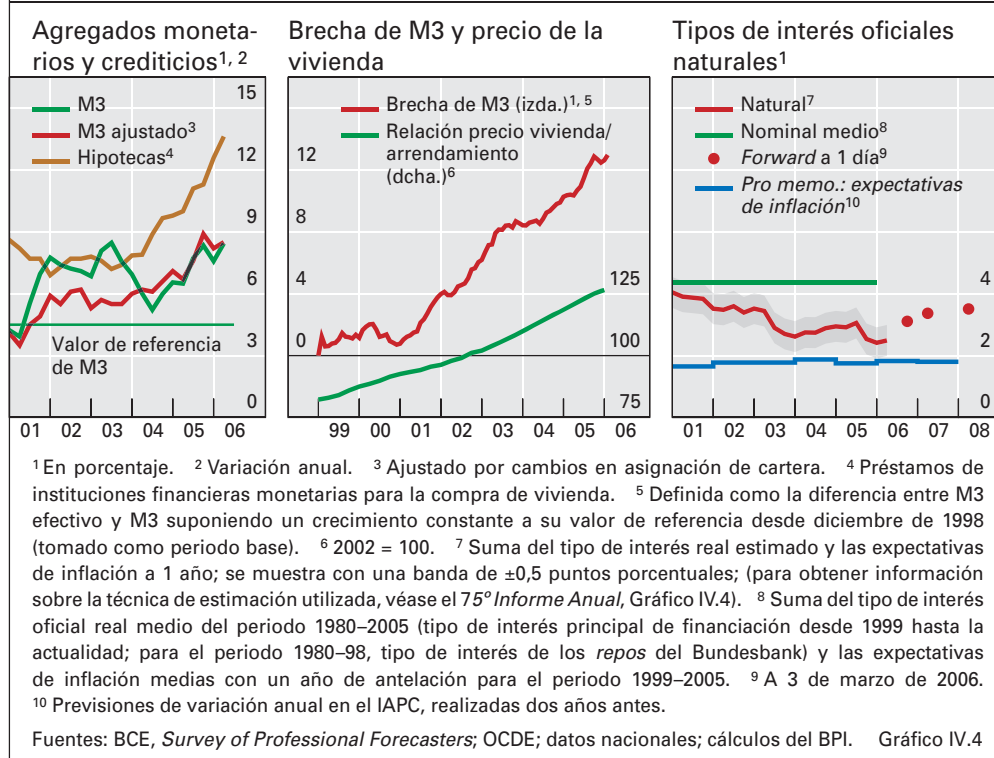
En cuanto al primer pilar, se consideró que el crecimiento económico en la zona del euro había repuntado a lo largo del periodo, a pesar de cierta volatilidad intertrimestral. Este hecho, junto con el incremento de la inflación general medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) por encima del 2%, el límite superior del intervalo de referencia del BCE, sugería que el grado de acomodación de la política era cada vez menos acorde con el mantenimiento de la estabilidad de precios. El BCE expresó también su temor a que los elevados precios del petróleo, posiblemente en alza, pudieran trasladarse finalmente a los precios de consumo, lo cual a su vez suscitaría la posibilidad de que esta evolución de los precios relativos pudiera repercutir en los acuerdos salariales, generando con ello efectos de segunda ronda. Parte de este temor reflejaba la gran atención prestada por el BCE a la inflación general, puesto que la inflación subyacente medida por el IAPC se situaba en niveles bajos y decrecientes y las expectativas de inflación parecían bien ancladas.

Los temores del BCE se vieron reforzados por la evolución monetaria. El agregado monetario M3 continuó creciendo a un ritmo muy superior al de referencia, que es el que se considera adecuado para la estabilidad de precios a medio y largo plazo (véase el Gráfico IV.4). En los primeros años de esta década, el agregado M3 también había crecido rápidamente, pero este hecho se había atribuido en gran medida a factores técnicos. En particular, los residentes en la zona del euro venían reestructurando sus carteras con instrumentos en efectivo en detrimento de la renta variable, revelando su preferencia por activos seguros y más líquidos. Sin embargo, el agregado M3 continuó creciendo con mucho vigor tras la remisión de estos ajustes técnicos. En efecto, la tasa de crecimiento de M3, ajustada para tener en cuenta la

... ante la preocupación por una elevada inflación general en el corto plazo...

... y el temor a más largo plazo por la evolución de la masa monetaria...

Análisis monetario y política monetaria en la zona del euro



reestructuración de las carteras, alcanzó nuevos máximos el año pasado, duplicando prácticamente su tasa de referencia.

... la actividad crediticia y el precio de los activos...

Sumándose a las señales preocupantes del agregado M3, el crecimiento del crédito al sector privado mantuvo su intensidad, especialmente los préstamos hipotecarios a los hogares. La continuidad de los bajos tipos de interés se señaló como uno de los factores que impulsaron el mercado de la vivienda, traduciéndose en tasas extraordinarias de crecimiento de los precios en este sector (véase el Capítulo VII). De hecho, España, Francia, Irlanda e Italia continuaron registrando tasas de revalorización anual de dos dígitos. Los cálculos internos del BCE mostraron que la sobrevaloración de la vivienda en la zona del euro no había superado esta cota en los 20 años anteriores. Dada la interrelación entre los precios de los activos, el crecimiento del crédito y la estabilidad monetaria, tal y como se subraya en el marco de la política del BCE, esta evolución se juzgó premonitoria de riesgos a más largo plazo para la estabilidad de precios y la actividad económica.

... y los desequilibrios mundiales

El BCE también interpretó la evolución externa como un posible motivo de preocupación. En particular, la corrección de los desequilibrios mundiales se vio como un riesgo a la baja poco probable pero potencialmente importante para la actividad económica de la zona del euro. Se hacía preciso, pues, valorar las posibles repercusiones para la estabilidad de precios, junto con los riesgos de incremento de la inflación puestos de manifiesto por el análisis monetario.

Preocupación por la comunicación

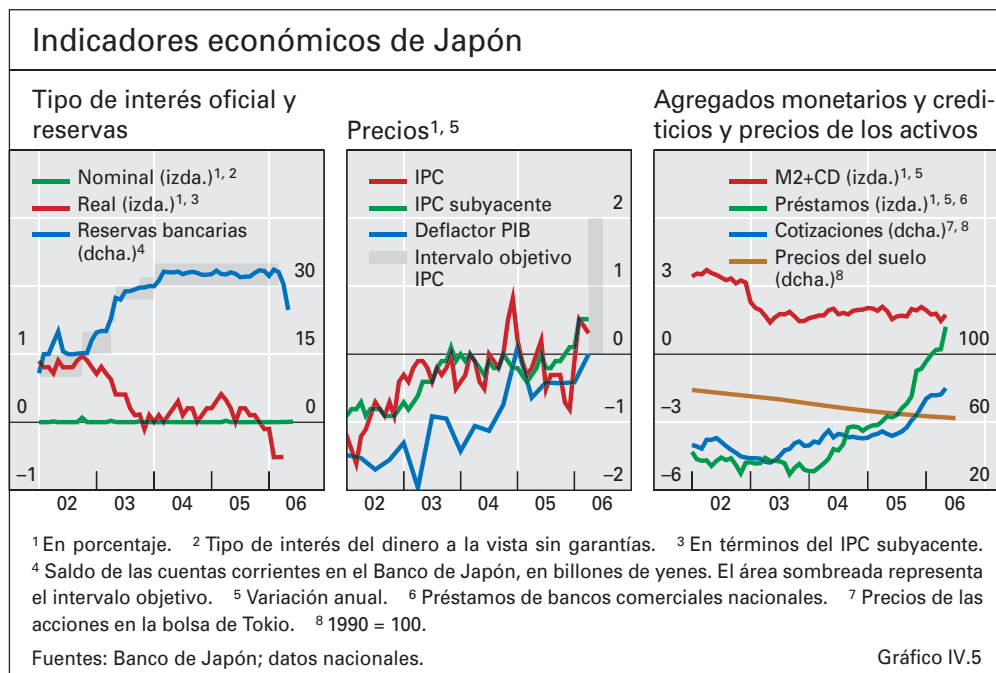
El BCE recurrió ampliamente a su estrategia de comunicación para aclarar su toma de decisiones, en especial a medida que se reforzaban las expectativas sobre un punto de inflexión inminente en el ciclo de su política. Sin embargo, el BCE se mostró cauto a la hora de realizar declaraciones

prospectivas sobre la futura orientación de los tipos de interés oficiales. En varias conferencias de prensa, sus dirigentes recalcaron que el Consejo de Gobierno no tomaba decisiones *ex ante* sobre futuras variaciones del tipo de interés oficial y, por lo tanto, no se encontraba en posición de anunciar con antelación una sucesión de subidas. Este hecho contrastaba marcadamente con las medidas adoptadas recientemente por la Reserva Federal y el Banco de Japón para ofrecer mayor orientación, si bien en términos cualitativos, sobre la dirección que probablemente tomarían sus tipos de interés oficiales en próximas reuniones de política monetaria. Al BCE le preocupaba que estas declaraciones pudieran confundirse con un compromiso a seguir un curso determinado. Además, con menos “excesos” visibles en los mercados financieros de la zona del euro que en Estados Unidos o Japón, esta orientación explícita posiblemente entrañaba menos ventajas potenciales. Aun así, ante el leitmotiv del BCE de riesgos al alza para la estabilidad de precios, los mercados esperaban más incrementos de los tipos de interés durante este año y el siguiente.

Japón

El Banco de Japón mantuvo una orientación muy relajada en su política monetaria mientras aguardaba indicios más convincentes de que las fuerzas deflacionarias estuvieran remitiendo. Durante la mayor parte del periodo, el Banco continuó con su política de relajación cuantitativa, que había adoptado en 2001 en circunstancias excepcionales, cuando fijó un objetivo operativo para los saldos de las cuentas corrientes mantenidas por las entidades depositarias en el Banco de Japón. Este objetivo, que permaneció entre 30 y 35 billones de yenes en 2005 y a principios de 2006, era muy superior a lo necesario para garantizar que el tipo de interés de las operaciones a un día se mantuviera prácticamente en cero (véase el Gráfico IV.5). En un principio, el

El Banco de Japón mantuvo una orientación relajada, al remitir las presiones deflacionistas...



marco de relajación cuantitativa tenía como objetivo principal evitar que se produjera una espiral deflacionista en un contexto de fragilidad del sector financiero. De acuerdo con este criterio, el Banco de Japón concluyó a principios de este año que la política había sido un éxito.

... y puso fin a su relajación cuantitativa, pero mantuvo los tipos de interés oficiales en mínimos históricos

En marzo de 2006, el banco central puso fin a su política de relajación cuantitativa y volvió a adoptar un marco operativo más ortodoxo a favor del tipo de interés de las operaciones a un día (sin garantía). En el momento de anunciar el cambio de su política, el Banco de Japón recalcó su intención de mantener el nuevo objetivo en el 0% durante algún tiempo, si bien se estaba preparando el terreno para una retirada del exceso de reservas del sistema bancario. En efecto, desde entonces la disminución del exceso de reservas mantenidas en el Banco de Japón ha sido rápida. Aun así, al remitir la deflación y comenzar a subir la inflación, el tipo de interés oficial real cayó hasta mínimos no registrados en muchos años. El Banco de Japón reconoció que esta situación imprimiría, a través de la política monetaria, un impulso adicional a la incipiente recuperación de la actividad económica.

Mejora del canal de transmisión de la política monetaria

La decisión de modificar la política monetaria se fundamentó en el mayor optimismo sobre las mejoras en su canal de transmisión. Es cierto que todavía persistían algunas dudas; la banda objetivo fijada por el Banco de Japón para los saldos mantenidos en sus cuentas corrientes apenas se tradujo en pequeñas mejoras del agregado M2 y del crecimiento del crédito al sector privado. Sin embargo, la acumulación de pruebas de regreso a la normalidad económica y financiera contribuyó a inclinar la balanza a favor de la adopción de este marco de política monetaria más convencional.

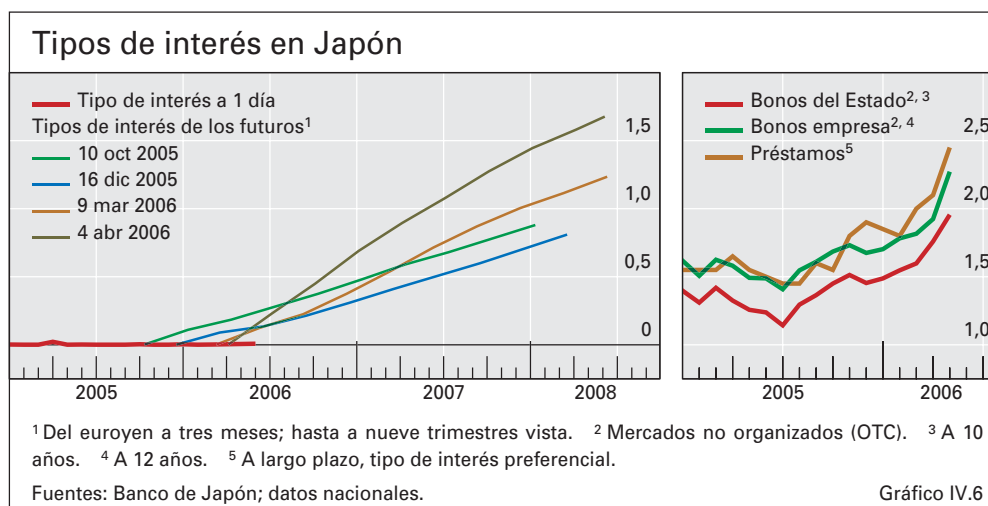
Un marco de política monetaria más convencional enfatiza...

El Banco de Japón también hizo públicos otros dos elementos clave de su nuevo marco de política monetaria. En primer lugar, aclaró su posición en materia de estabilidad de precios, definiéndola cualitativamente como una situación en la que las familias y las empresas pueden tomar decisiones económicas sin preocuparse por las fluctuaciones del nivel general de precios. Desde el punto de vista operativo, el comité de política monetaria lo interpretó como un intervalo aproximado de entre el 0% y el 2% de la tasa de inflación. Se esperaba que esta mayor claridad de sus objetivos de inflación ayudara a orientar el comportamiento de los precios y los salarios, favoreciendo así los objetivos de su política. Como era de esperar dados los antecedentes de deflación en Japón, se plantearon dudas sobre el límite inferior de ese rango. El Banco de Japón declaró que lo revisaría regularmente, reconociendo así la posibilidad de que, en el futuro, pudiera ser necesario adoptar un margen de seguridad más amplio para evitar el riesgo de un descenso de los precios.

... una banda de inflación de referencia...

... y un enfoque con una doble perspectiva

En segundo lugar, el Banco de Japón presentó su estrategia de "perspectiva doble" para la instrumentación de la política monetaria. La primera perspectiva hacía hincapié en una evaluación de la orientación de la política monetaria a la luz de la evolución esperada de la actividad económica y la inflación en un horizonte temporal de uno a dos años. La segunda perspectiva tenía por objetivo abordar los riesgos a largo plazo que pudieran exigir una mayor flexibilidad en la instrumentación de la política. La experiencia había puesto de manifiesto que el control de la inflación a corto



plazo por sí solo no basta para descartar fuertes fluctuaciones en los precios de los activos y cambios significativos en el entorno financiero que podrían amenazar el crecimiento sostenible y la estabilidad de precios en horizontes temporales más amplios.

Aunque el Banco de Japón anunció que el nuevo marco probablemente no provocaría cambios bruscos en los tipos de interés a corto plazo, los mercados reaccionaron con subidas de los tipos de interés a largo plazo (véase el Gráfico IV.6). Además, las subidas se observaron en los mercados de deuda tanto del sector público como del sector privado. Estos movimientos fueron en parte reflejo de las declaraciones oficiales sobre el “ajuste gradual” que los tipos de interés oficiales acabarían por experimentar, tras un periodo en el que en realidad se habían mantenido en cero, así como de una reevaluación por parte del mercado de las perspectivas de mejora de la economía.

Países con objetivos de inflación explícitos

Durante el periodo analizado, numerosos bancos centrales de países industrializados avanzados con objetivos de inflación numéricos explícitos elevaron sus tipos de interés oficiales. En algunos países, esta medida pareció obedecer a la subida de la inflación general, debida en gran medida a los precios de la energía. No obstante, la inflación subyacente se mantuvo por lo general baja (véase el Gráfico IV.7) y, en algunos casos, muy por debajo del objetivo.

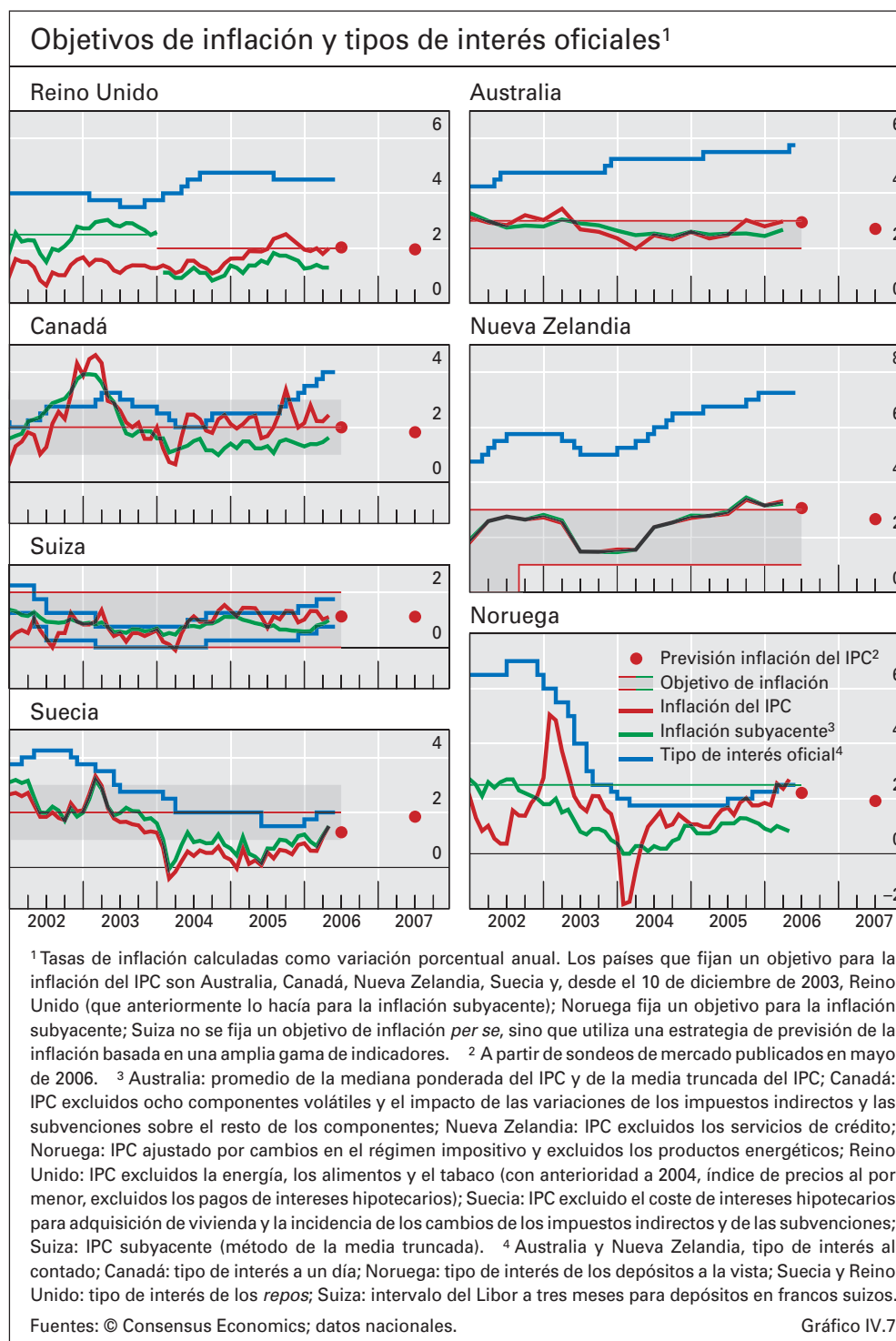
Estos bancos centrales tuvieron que hacer frente a un conjunto de riesgos comunes para su política. En primer lugar, la incertidumbre sobre la trayectoria y el impacto de los precios de la energía incrementó los riesgos al alza para la estabilidad de precios, en especial si los efectos de segunda ronda comenzaran a tomar fuerza. En segundo lugar, los bancos centrales se inquietaron ante los riesgos de deterioro, relacionados con las posibles secuelas de una inesperada desaceleración en dos motores clave de la actividad económica mundial: China y Estados Unidos. El trasfondo de estos temores fueron las posibles consecuencias negativas de los grandes y crecientes desequilibrios externos mundiales (véase el Capítulo V). En tercer

Los mercados esperan un futuro aumento de los tipos de interés oficiales

Numerosos bancos centrales elevaron sus tipos de interés

Principales riesgos: elevados precios de la energía...

... desequilibrios mundiales...



... y carestía de la vivienda

lugar, las valoraciones ya de por sí elevadas de la vivienda continuaron incrementándose hasta niveles que parecían cada vez más insostenibles, aumentando la probabilidad de que se materializase un escenario de auge seguido de desaceleración. Si bien el ritmo de apreciación más moderado en Australia y el Reino Unido fue bienvenido, la persistente tendencia al alza del endeudamiento de las familias en relación con su renta siguió causando inquietud, especialmente ante las perspectivas de adopción de políticas más restrictivas en algunos países.

Evidentemente, estas economías presentaron diferencias entre sí. Los incrementos de los tipos de interés fueron comparativamente superiores en los bancos centrales cuyos tipos de interés oficiales se habían aproximado a sus mínimos históricos al principio del periodo analizado. El Banco de Canadá, por ejemplo, fue el que más subió el tipo de interés de las operaciones a un día en seis incrementos consecutivos, desde el 2,5% en septiembre de 2005 hasta el 4% en abril de 2006. Como la economía operaba casi a plena capacidad y la inflación se había situado en la mitad superior de su banda objetivo, se consideró necesario empezar a llevar los tipos de interés oficiales a niveles más normales, a pesar de la significativa apreciación del dólar canadiense frente al estadounidense y la reducida inflación subyacente.

Canadá elevó los tipos de interés de forma escalonada

El Banco Central de Noruega y el Sveriges Riksbank también elevaron sus tipos de interés, pero de forma más moderada. El primero incrementó el tipo de interés de los depósitos a la vista en tres ocasiones, en 25 puntos básicos cada vez, hasta alcanzar el 2,5% en marzo de 2006. Este hecho fue reflejo de un repunte de la economía noruega, que parecía hacer necesaria una política monetaria menos expansiva. Aunque la inflación subyacente se mantuvo muy por debajo de su objetivo, la inflación general repuntó. Además, el Banco Central de Noruega empezó a publicar en noviembre de 2005 la trayectoria oficial esperada para los tipos de interés oficiales, siguiendo el ejemplo del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, que en 1998 hizo públicas proyecciones numéricas sobre la probable orientación de su política. Aunque el banco central noruego esperaba que ello sirviera para hacer más previsible su política monetaria y permitiera anclar con más eficacia las expectativas de inflación, también manifestó algunos temores. En concreto, que la interpretación errónea de estas proyecciones como compromisos implícitos pudiera complicar la ejecución de su política. El Banco Central de Suecia subió su tipo de interés hasta el 2% en dos incrementos de 25 puntos básicos, tras constatarse un sólido crecimiento en el consumo de los hogares, la inversión empresarial y la demanda exterior. Al mismo tiempo, la inflación subyacente y la general se mantuvieron durante la mayor parte del periodo justo por debajo del límite inferior de la banda de objetivos de inflación. Las presiones sobre los costes también permanecieron aparentemente moderadas.

Noruega, Suecia y Suiza subieron con moderación sus tipos de interés desde niveles reducidos

El Banco Nacional de Suiza, con la política monetaria inicialmente más acomodaticia de estos países, elevó la banda de su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos hasta fijarla entre el 0,75% y el 1,75%. Se consideró que la recuperación económica en Suiza estaba afianzándose, impulsada por el vigor de la demanda mundial, la mejora del empleo, la mayor inversión empresarial y la solidez del consumo privado. Con todo, la inflación se mantuvo baja y estable.

Los bancos centrales de los países en una etapa más avanzada del ciclo económico, que ya habían restringido significativamente sus políticas, introdujeron únicamente pequeños ajustes en sus tipos de interés oficiales. El Banco de Inglaterra fue el único que rebajó su tipo de interés oficial, con un recorte de 25 puntos básicos en agosto, situándolo en el 4,5%, valor en el que se ha mantenido desde entonces. Esta rebaja respondió a los temores de un

Los tipos de interés de Australia, Nueva Zelanda y RU se mantuvieron relativamente altos

crecimiento del PIB por debajo de la tendencia y de debilitamiento de las condiciones del mercado de trabajo, circunstancias que podrían situar la inflación por debajo del nivel objetivo.

En consonancia con las tendencias observadas en otros países con objetivos explícitos de inflación, el Banco de la Reserva de Australia incrementó en mayo su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,75%. La previsión era de ligera desaceleración del crecimiento, mientras que el nivel de utilización de la capacidad productiva se mantuvo elevado. La inflación subyacente permaneció moderada, en gran medida debido a los efectos desinflacionarios de sus reforzados lazos económicos con China, aun cuando la inflación general permaneció cercana al límite superior de su banda objetivo durante la mayor parte del periodo. Nueva Zelandia registró una desaceleración del crecimiento económico desde tasas elevadas, ante el descenso de la actividad empresarial al tiempo que el mercado de la vivienda mostraba síntomas de enfriamiento. Sin embargo, la inflación se situó por encima del objetivo, al persistir las subidas de los precios y las presiones sobre los costes. El Banco de la Reserva de Nueva Zelandia elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos tanto en octubre como en diciembre, hasta situarlo en el 7,25%, el tipo de interés oficial más alto entre estos países industrializados avanzados.

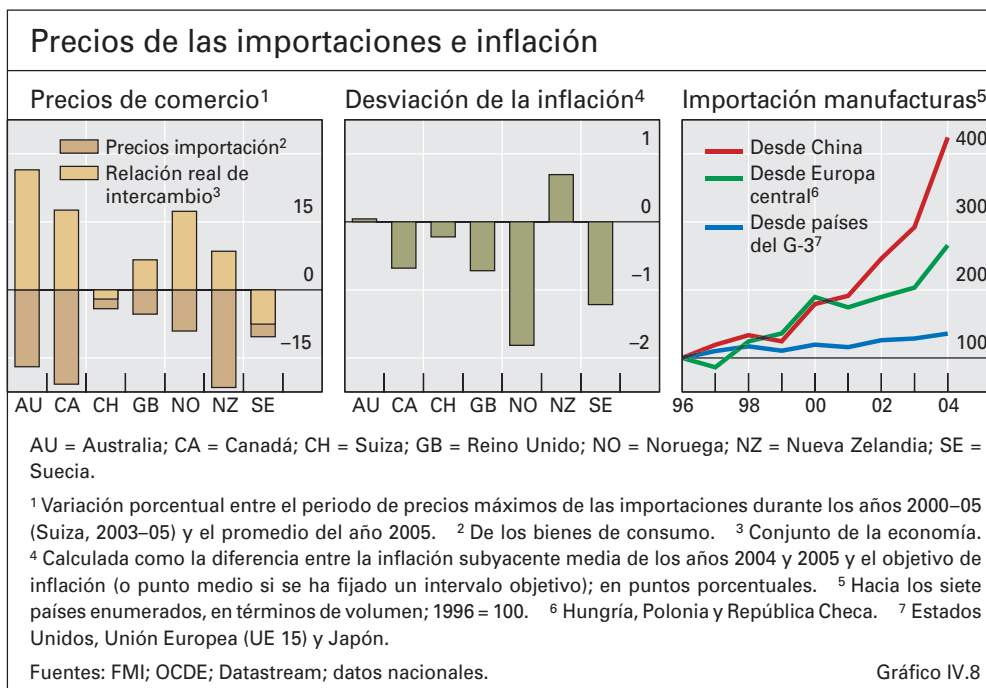
La coyuntura de las economías de las antípodas puso de relieve un dilema de política monetaria habitual en los países ricos en materias primas que se ven confrontados al alza de los precios de los activos y a la carestía de las materias primas. Por un lado, unos tipos de interés oficiales más elevados podrían contribuir a paliar las fuentes internas de recalentamiento económico. Ahora bien, también podrían atraer flujos de capital internacionales, sobre todo a través de las operaciones de *carry trade* (véase el Capítulo V), ocasionar una apreciación de la moneda y, posiblemente, agravar los problemas de la balanza por cuenta corriente. Todo ello propiciaría una eventual entrada de flujos financieros con posibles consecuencias desestabilizadoras. La experiencia reciente de Nueva Zelandia pone de manifiesto las perturbaciones que pueden producirse cuando estas entradas de capital se invierten. Por otro lado, mantener los tipos de interés oficiales en niveles bajos podría avivar los precios de los activos, ya de por sí efervescentes, lo cual aumentaría la probabilidad de un fenómeno de auge y posterior desaceleración en el ámbito interno.

Otras fuerzas de magnitud mundial también pesaron en las decisiones de política monetaria en varios países. Se temía que la inesperada persistencia de la presión a la baja sobre la inflación a causa de la competencia mundial en bienes de consumo y en servicios pudiera provocar, a pesar de los elevados precios de la energía y las materias primas, una cierta tendencia de la inflación a situarse por debajo de los niveles deseados (véase el Gráfico IV.8). Esta evolución positiva de la oferta reflejaba en gran medida un cambio notable en el patrón de las importaciones, con China y algunos países de Europa central y oriental recientemente industrializados suministrando un volumen creciente de importaciones de bienes manufacturados a bajo coste.

Estas fuerzas internacionales han permitido mantener los tipos de interés oficiales en niveles más bajos de lo que hubiera sido el caso, pero

Los flujos financieros internacionales implicaron disyuntivas para las políticas...

... como también lo hicieron las presiones desinflacionistas procedentes del extranjero



posiblemente han agravado los temores internos sobre el aumento de los precios de los activos y de los niveles de endeudamiento, lo que apuntaría a una mayor necesidad de subir los tipos de interés oficiales. Al mismo tiempo, este endurecimiento podría aumentar la probabilidad de que la inflación se situase por debajo de su objetivo. De hecho, con tasas de inflación fluctuando en la zona inferior de sus respectivos objetivos, el Banco Central de Noruega y el Sveriges Riksbank ya se han venido enfrentando a este dilema en sus políticas.

Globalización y política monetaria

Durante el periodo analizado, los bancos centrales fueron prestando mayor atención a las incipientes señales internas de riesgos al alza para la estabilidad de precios, considerando la evolución internacional como una posible fuente de presiones compensatorias para mantener la inflación en niveles bajos y estables. En realidad, al menos desde la segunda mitad de la década de los 90, los bancos centrales han ido extremando su vigilancia ante las posibles implicaciones que el proceso de mayor integración real y financiera en la economía mundial (“globalización”) podría tener para la evolución macroeconómica interna, y más concretamente para la inflación. Ya antes en esa misma década comenzó en serio la integración de China, la India y el antiguo bloque soviético en la economía mundial, contribuyendo así significativamente al impulso de la globalización. La incógnita es, por un lado, si este proceso podría estar ayudando a moderar las fuerzas inflacionistas y a mantener la inflación bajo un control más estricto, y por el otro, qué nuevos retos podría plantear aún para la toma de decisiones en política monetaria.

Esta sección analiza estas cuestiones en mayor detalle, examinando, uno a uno, los siguientes aspectos: de qué modo la globalización podría

La globalización complica la instrumentación de la política monetaria

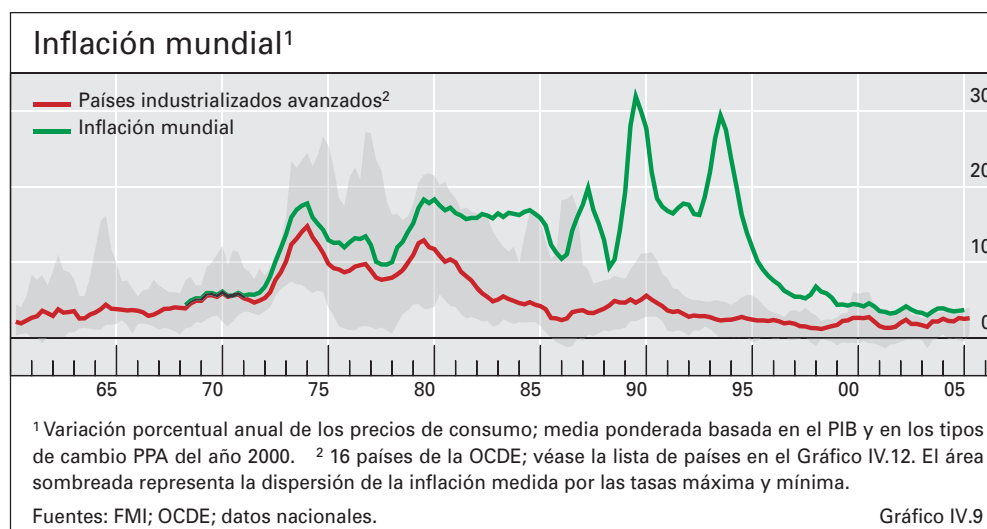
haber reforzado los incentivos y la capacidad de los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios; de qué manera podría haber ido alterando el valor informativo de los parámetros orientativos tradicionales de la política monetaria; cómo podría haber afectado al mecanismo de transmisión de la política monetaria y al margen de maniobra de los bancos centrales. Por último, esta sección evalúa los posibles retos y riesgos de cara al futuro, junto con las posibles respuestas en materia de política monetaria.

Globalización, incentivos de los bancos centrales y estabilidad de precios

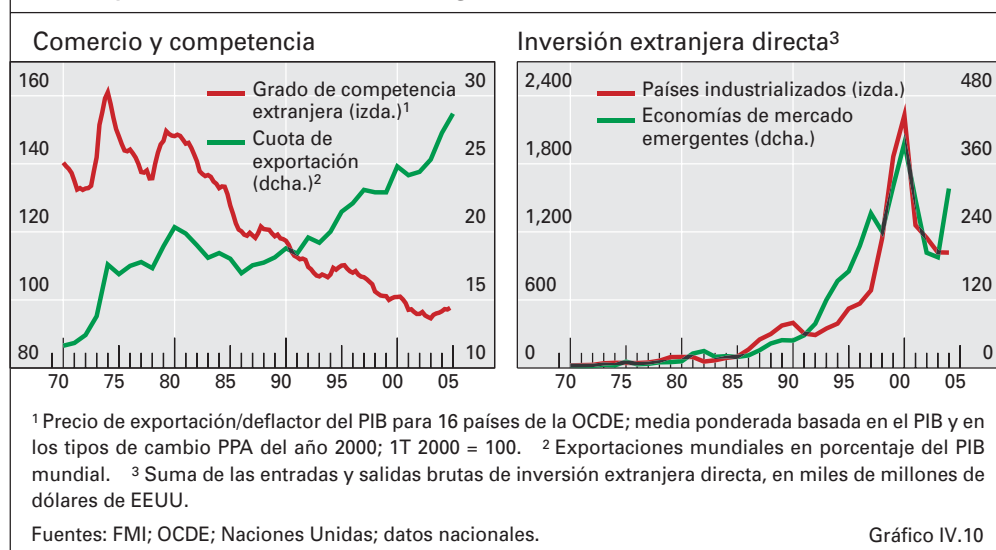
Una de las características más significativas del proceso de desinflación mundial de las dos últimas décadas ha sido su amplitud (véase el Gráfico IV.9). No hay duda de que la decisión de los bancos centrales de combatir la inflación, tras las lecciones aprendidas durante los años de la Gran Inflación, ha sido el factor responsable de esta tendencia (véase el 75° Informe Anual). Sin embargo, la sorprendente similitud entre países, a pesar de las amplias diferencias en cuanto a marcos de política monetaria, regímenes de tipos de cambio y configuración de otras fuerzas económicas que inciden en estas economías, sugiere la posibilidad de que otros factores comunes también puedan haber influido de forma considerable. La globalización es naturalmente uno de ellos.

Existen varios canales a través de los cuales la globalización podría haber ayudado a los bancos centrales a reducir la inflación y mantenerla baja. Algunos de ellos son directos. Por ejemplo, está claro que el aumento de la competencia mundial en los mercados de bienes, servicios y factores productivos y la mayor inversión transfronteriza (véase el Gráfico IV.10) han afectado al proceso de formación de salarios y precios y, por consiguiente, al comportamiento de la inflación en los países industrializados (véase el Capítulo II). Otros canales son indirectos y comportan efectos más sutiles, aunque seguramente más duraderos, que mejoran en gran medida los incentivos de los bancos centrales para alcanzar y mantener la estabilidad de precios. Es posible identificar al menos cinco de estos canales.

La globalización ha afectado de varias formas al proceso de inflación:



Principales indicadores de la globalización



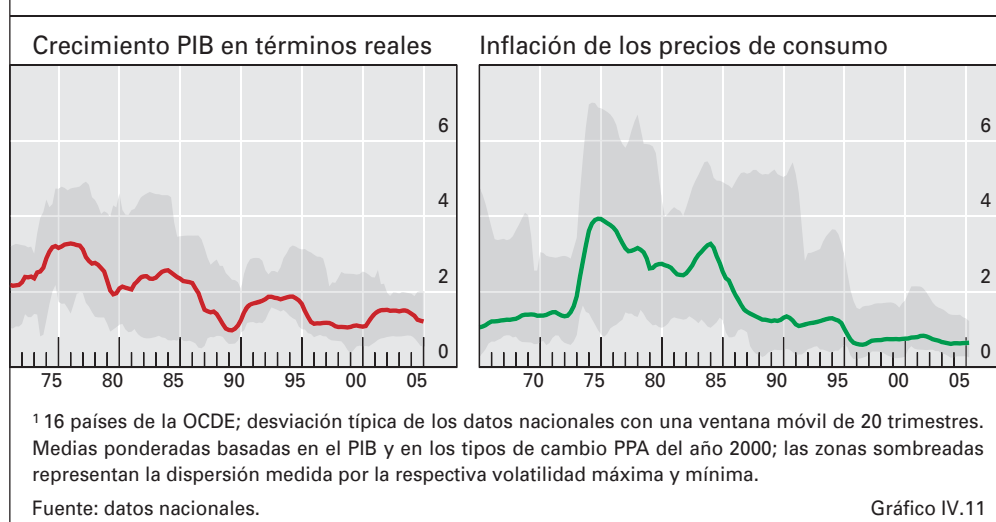
En primer lugar, la globalización puede haber reducido significativamente los costes de la desinflación, contribuyendo así a acelerarla. La globalización ha comportado una serie de desarrollos favorables por el lado de la oferta en forma de centros de producción de bajo coste por todo el mundo, que se han traducido en la reducción simultánea de las presiones sobre los precios y en la expansión de la producción. Acomodando estos efectos y oponiendo resistencia a los desfavorables, los bancos centrales podrían reducir de forma oportuna los costes que implica para la producción y el empleo la lucha contra la inflación.

reduciendo los costes asociados a la desinflación...

En segundo lugar, aunque una mejor gestión de la política monetaria ha contribuido sin duda a la mayor estabilidad de la producción en muchas economías (véase el Gráfico IV.11), puede que la globalización también

... moderando los ciclos económicos internos...

Volatilidad del crecimiento y la inflación en países industrializados avanzados¹



haya influido. La globalización ha ampliado el abanico de opciones para que empresas e inversionistas diversifiquen los riesgos específicos de cada país. Además, las cadenas de suministro mundiales han ayudado a reducir los efectos de las limitaciones de la capacidad productiva específicas de cada país. En la medida en que la globalización ha suavizado el ciclo económico, también ha contribuido de forma natural al objetivo de los bancos centrales de mantener la estabilidad de precios.

... recompensando los buenos marcos de política monetaria...

En tercer lugar, es posible que la globalización haya impuesto mayor disciplina a los responsables de la política monetaria. La integración económica y financiera ha tendido a aumentar, de forma natural, los costes de un progreso más lento hacia unos buenos resultados macroeconómicos en general y hacia la estabilidad de precios en particular. Los buenos resultados han propiciado la entrada de más recursos internacionales y han ayudado al crecimiento; mientras que los malos resultados han implicado la salida de recursos, en ocasiones de forma rápida y desestabilizadora. En realidad, las crisis económicas y financieras del pasado demuestran la capacidad de los mercados internacionales para sancionar con dureza a aquellos países cuyas políticas económicas se consideran inadecuadas.

... reduciendo las rigideces nominales a la baja...

En cuarto lugar, es posible que la globalización haya hecho que los bancos centrales estén más dispuestos a tolerar tasas de inflación muy bajas, al haber reducido también los costes asociados a la deflación. La intensificación de la competencia mundial ha mejorado la eficiencia de los mercados de factores productivos y de productos elaborados. Además, ha acrecentado los incentivos para realizar reformas institucionales que fomentan la flexibilidad del mercado, en especial aquellas que flexibilizan a la baja los salarios y los precios, haciendo menos preocupante una deflación moderada, en gran medida gracias a que los beneficios pueden mantenerse en dicho contexto. De hecho, el Banco de Japón recalcó recientemente que el grado de flexibilidad de los mercados es un criterio fundamental para la fijación de una banda de inflación en consonancia con la estabilidad de precios.

... e incrementando la credibilidad de los bancos centrales

Por último, la globalización podría haber contribuido a fortalecer la credibilidad de los bancos centrales. Al haber acelerado la desinflación y haber ayudado a compensar otras fuerzas inflacionistas a través de los mecanismos citados anteriormente, es posible que la globalización haya incrementado la confianza del público en las credenciales antiinflacionarias de los bancos centrales. Esto, a su vez, podría haber mejorado el control de los bancos centrales sobre el proceso de inflación, ayudando a hacer coincidir las expectativas de consumidores, trabajadores e inversionistas con las del banco central, de modo que éste saliera reforzado. Seguramente, este círculo virtuoso ha contribuido a anclar con mayor solidez las expectativas de inflación.

Evidentemente, tanto este como el resto de mecanismos también podrían tener el efecto contrario si la resistencia a la globalización se reforzara sustancialmente. Aunque aún existe esta posibilidad, la tendencia hacia una mayor integración mundial ha preponderado hasta el momento.

La globalización y los parámetros orientativos tradicionales de la política monetaria

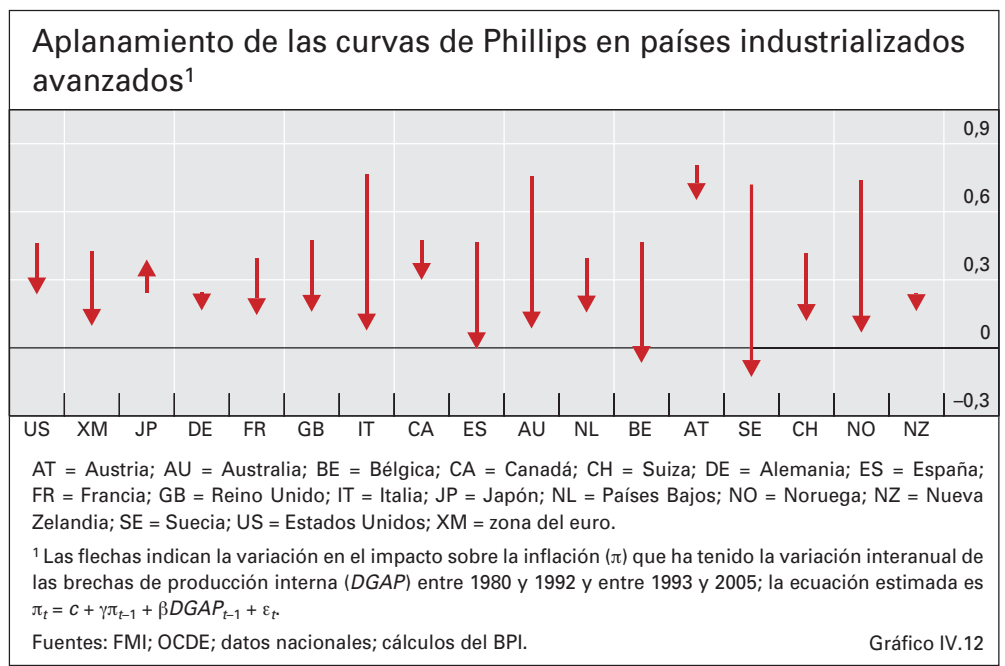
Salta a la vista que la influencia omnipresente de la globalización sobre las economías nacionales puede haber tenido un impacto significativo en los indicadores tradicionales de política monetaria, con los que los bancos centrales analizan las presiones inflacionistas y definen su orientación de política monetaria. Entre ellos destacan las mediciones del nivel de holgura de la capacidad productiva interna (como la brecha de producto y la tasa de desempleo) y el tipo de interés natural.

Por lo que se refiere a la holgura de la capacidad productiva, parece que la inflación se ha vuelto menos sensible a las medidas tradicionales de utilización de los recursos internos. Es decir, parece que las curvas de Phillips empíricas, consideradas por muchos la herramienta fundamental para la toma de decisiones de política monetaria, se han aplanado en la mayoría de las economías (véase el Gráfico IV.12). Las explicaciones a este fenómeno se han buscado en los cambios fundamentales en el marco básico de la política monetaria, poniéndose ahora un mayor énfasis en la estabilidad de precios y en unas expectativas de inflación bien ancladas.

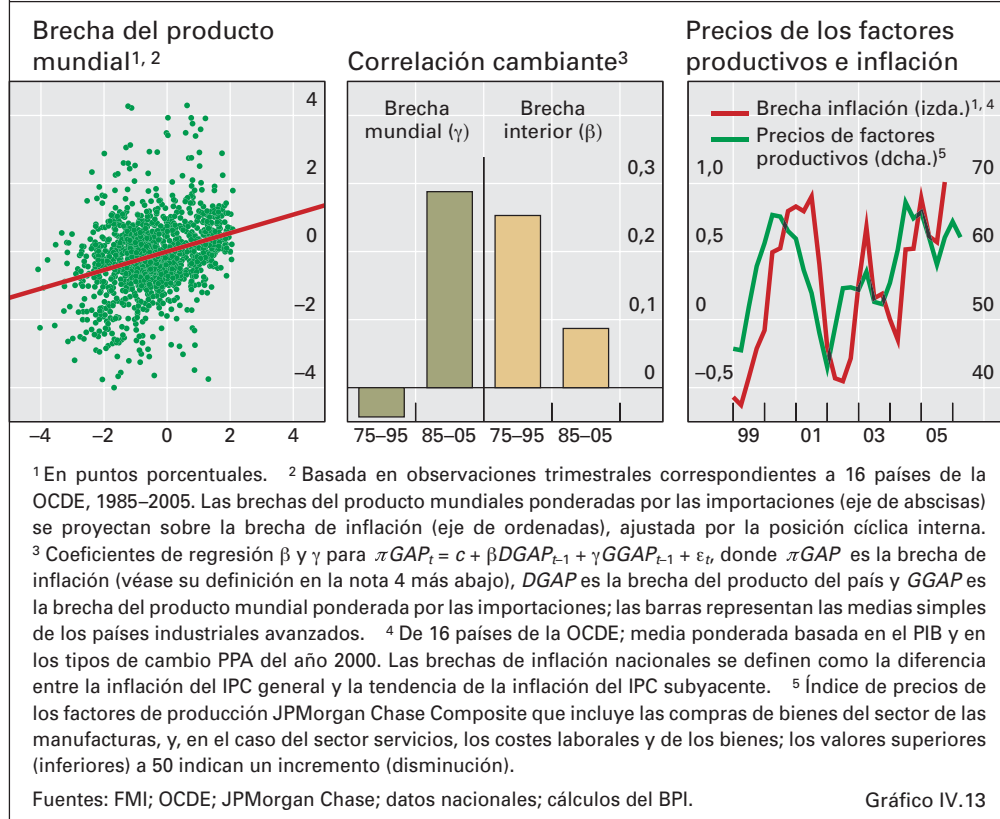
Otra opinión es que, en un mundo globalizado, las medidas de holgura de la capacidad productiva mundial podrían haber ganado relevancia a la hora de determinar la inflación, en detrimento de las medidas exclusivamente internas. Ello no quiere decir que el efecto de la holgura de la capacidad productiva interna sobre la inflación haya dejado de ser relevante, sino que su alcance sólo podría evaluarse correctamente desde una perspectiva mundial. Aunque la transformación dista mucho de haberse completado, una perspectiva mundial contribuiría, sin duda, a explicar las moderadas presiones sobre los salarios y los precios observadas últimamente en una serie de países industrializados. Al mismo tiempo, la globalización también podría arrojar luz sobre el elevado precio de determinados factores productivos ampliamente

La globalización también ha modificado los parámetros tradicionales de la política monetaria

Las medidas de holgura de la capacidad productiva interna han perdido fiabilidad



Factores internacionales que condicionan la inflación interna



negociados en los mercados internacionales, como el petróleo y otras materias primas (véase el Capítulo III).

Además, existen resultados estadísticos que avalan la opinión de que, con el tiempo, las mediciones mundiales de la holgura de la capacidad productiva han cobrado importancia como generadores de inflación interna. En particular, la correlación entre las medidas de inflación de los bienes y servicios producidos nacionalmente y la brecha del producto mundial ha sido positiva y creciente en los países industrializados avanzados, aun cuando la sensibilidad de la inflación de los bienes y servicios nacionales a las brechas de producto nacional haya disminuido (véase el Gráfico IV.13). La influencia de los factores internacionales también se ha hecho evidente en fases anteriores del proceso de producción, en la fuerte correlación bivalente entre los precios de los factores productivos internacionales y la inflación (véase el Gráfico IV.13). La evidencia empírica confirma que estos dos conjuntos de correlaciones se han hecho reconocibles durante la última década, al tiempo que la integración económica mundial se ha intensificado. Aunque quizás sea demasiado pronto para establecer con exactitud de qué modo la globalización está cambiando todas estas relaciones, parece cada vez más claro que sí afecta al comportamiento de la inflación interna. De cara al futuro, es de esperar que esta influencia aumente todavía más mientras persistan las tendencias de globalización.

Las consecuencias de la globalización sobre la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) en los países industrializados avanzados son más ambiguas. Por un lado, la mayor competencia en importaciones ha tendido a

La holgura de la capacidad productiva mundial es ahora más importante

Las estimaciones de la NAIRU se han visto afectadas...

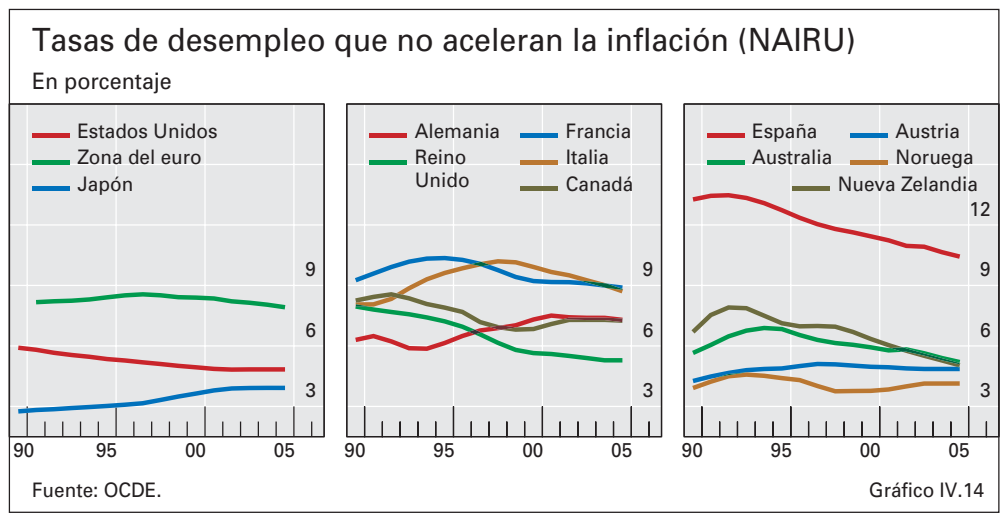
incentivar la reasignación del factor trabajo hacia sectores que ofrecen una ventaja comparativa. Este proceso tendería a elevar la NAIRU, dada la mayor rotación en el mercado de trabajo asociada a la creación y destrucción de empleo. Por otro lado, es probable que la contestabilidad (o ausencia de barreras) del mercado de trabajo y la inmigración hayan actuado como fuerzas compensatorias, ya que los trabajadores se han vuelto más complacientes y menos exigentes en vista de la mayor competencia (véase el Capítulo II). En conjunto, la evidencia empírica reciente apunta la posibilidad de que la contestabilidad de los mercados y la inmigración, al menos hasta el momento, puedan estar actuando como fuerzas dominantes en los países industrializados avanzados, contribuyendo así a reducir la NAIRU (véase el Gráfico IV.14). Al mismo tiempo, es probable que el impacto neto en los distintos países haya variado dependiendo de cómo se hayan adaptado sus mercados de trabajo al proceso de globalización.

También podría esperarse que la globalización aumentara el tipo de interés natural a largo plazo, que puede definirse como el tipo de interés oficial compatible con un crecimiento sostenible del producto en torno a su potencial y, por lo tanto, con la estabilidad de precios a largo plazo en estado estacionario, es decir, evitándose efectos cíclicos. En el contexto actual de política monetaria, este concepto ha ganado terreno, ya que los bancos centrales han ido reduciendo gradualmente el fuerte estímulo monetario asociado con los tipos de interés históricamente bajos. El motivo por el que podría esperarse un tipo de interés natural a largo plazo más alto es que la mayor integración económica y financiera debería fomentar un uso más eficiente del factor trabajo y del capital, impulsando así el aumento de la productividad a largo plazo y, por ende, un mayor crecimiento económico potencial. La fuerte expansión de la población activa mundial apunta también en la misma dirección, ya que debería contribuir a incrementar el rendimiento marginal del capital.

... al igual que el tipo de interés natural

Varios factores tienden a elevar el tipo de interés natural...

Al mismo tiempo, la utilidad de las estimaciones del tipo de interés natural a largo plazo como orientación para la política monetaria a corto plazo se complica por dos razones: una de carácter empírico y otra de carácter teórico. En el plano empírico, el principal problema es que cabría esperar



... pero el descenso de las primas de riesgo tiende a reducir las estimaciones convencionales

que la globalización financiera tuviera también un efecto a la baja sobre las primas de riesgo. Si la globalización ha supuesto, en conjunto, una mejor asignación del riesgo, entonces las primas de los tipos de interés de mercado tenderían a disminuir, especialmente en el caso de los instrumentos a más largo plazo. A su vez, esta variación de las primas complicaría las hipótesis sobre el tipo de interés natural para aquellos bancos centrales que para calcularlo utilizan los tipos de interés a más largo plazo, como es práctica habitual. Además, podrían intervenir también otros factores que influyen en las primas de riesgo, lo que podría complicar todavía más estas valoraciones. En estos casos, las implicaciones para el tipo de interés natural a más largo plazo dependerían de si las disminuciones recientes se consideraron temporales o permanentes y de si se consideró que afectaban a los tipos de interés oficiales y a los tipos de interés a más largo plazo de formas diferentes (véase el Capítulo VI).

Tensiones entre los tipos de interés naturales ajustados por el ciclo y a largo plazo

En segundo lugar, aunque en términos cualitativos podría esperarse un aumento del tipo de interés natural a largo plazo (sin tener en cuenta las consideraciones sobre primas de riesgo), no está tan claro el impacto que tendría sobre el tipo de interés natural ajustado por el ciclo. Por ejemplo, si el crecimiento de la oferta superara, en conjunto, la demanda a corto plazo, cabría esperar que el tipo de interés natural ajustado disminuyera. Esto implica una tensión entre el impacto inicial y la orientación final que se esperaría que siguieran los tipos de interés oficiales a medio plazo.

Globalización, mecanismo de transmisión y margen de maniobra de la política monetaria

La globalización financiera puede haber...

Por lo que se refiere al mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales a la demanda agregada y al margen de maniobra para la fijación de los tipos de interés oficiales, podría decirse que el factor más destacado es la dimensión financiera de la globalización. Aunque los efectos de la globalización financiera ya vienen de lejos, lo cierto es que en los últimos años se han manifestado muy claramente.

... debilitado el nexo entre los tipos de interés oficiales y los precios de los activos internos...

Sin duda, la globalización financiera ha potenciado la influencia de los factores internacionales sobre los precios de los activos internos, debilitando así el nexo entre los tipos de interés oficiales y el rendimiento de distintas clases de activos y, en consecuencia, de los gastos. El impacto de los tipos de interés oficiales sobre la inflación a través de las expectativas sobre futuras decisiones de política monetaria podría haberse visto reforzado, al menos en la medida en que la globalización pudiese haber ayudado a los bancos centrales a ganar credibilidad. Sin embargo, en un mercado financiero internacional integrado, es inevitable que las primas de riesgo reflejen influencias comunes de una forma más contundente, especialmente en los activos con vencimientos más largos. En el periodo analizado, los cambios en la propensión al riesgo de los inversionistas internacionales y sus preferencias por ciertas clases de activos fueron muy significativos, afectando no sólo a la deuda pública sino también a los valores emitidos por empresas, e incluso a los bienes inmuebles (véanse los Capítulos VI y VII).

Por otro lado, también es posible que la globalización financiera haya limitado en cierto modo la autonomía operativa de las políticas monetarias nacionales. Sin duda, en un contexto de tipos de cambio flexibles, los bancos centrales se reservan en última instancia la libertad de fijar las tasas de inflación internas. Sin embargo, la mayor sensibilidad de los flujos de capital a los diferenciales de rentabilidad percibidos hace todavía más difícil la determinación de los tipos de interés internos y puede exacerbar las disyuntivas de las políticas, en especial entre el equilibrio interno y el externo. Debe tenerse en cuenta la experiencia reciente de los países donde los tipos de interés han sido relativamente elevados en términos internacionales y, en consecuencia, han sido objetivo de operaciones de *carry trade* (véase el Capítulo V). *Ceteris paribus*, las consideraciones de tipos de cambio incrementan los costes implícitos de mantener los tipos de interés en niveles alejados de los que predominan en los mercados de capitales mundiales. Desde un punto de vista más estratégico, la globalización financiera no sólo ha situado los flujos de capital en primera línea de las deliberaciones sobre política monetaria, sino que también ha afectado a la sostenibilidad de diferentes regímenes de tipos de cambio.

... y limitado el margen de maniobra de los bancos centrales

Retos, riesgos y posibles respuestas de política

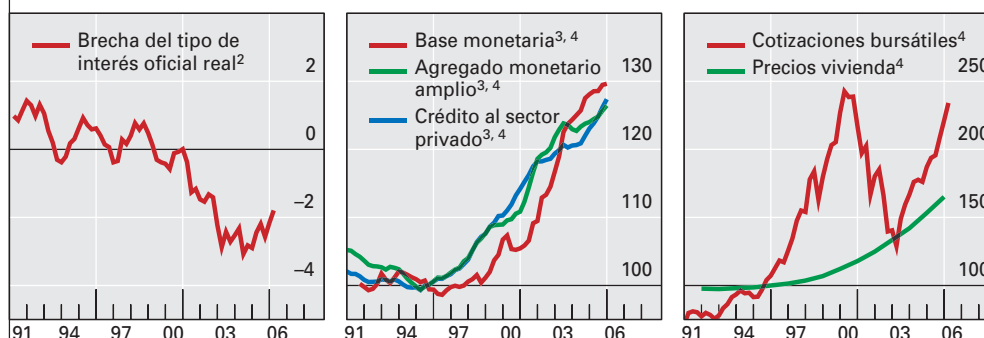
El análisis anterior indica que, aunque la globalización ha ayudado a los bancos centrales a reducir la inflación y a mantenerla en niveles bajos, también ha supuesto nuevos retos que merecen atención. Unos niveles de inflación por debajo de lo que hubiera sido de esperar en este punto del ciclo económico y los persistentes “enigmas” sobre los tipos de interés son sólo algunos de los síntomas recientes de lo que podría ser un contexto de política monetaria significativamente nuevo, forjado por fuerzas de alcance mundial. Un aspecto clave para quienes toman las decisiones de política monetaria es determinar si las viejas reglas del juego han quedado alteradas hasta tal punto que pelagra su capacidad de alcanzar los objetivos de política monetaria. Los retos más inmediatos se derivan de la mayor influencia de los factores internacionales sobre la determinación de las tasas de inflación internas, así como de los riesgos de potenciales episodios deflacionistas.

Los principales retos son...

El primero de estos retos se refiere a la necesidad de incorporar los factores internacionales al evaluar las presiones inflacionarias *a corto plazo*. Centrarse exclusivamente en las mediciones de la holgura de la capacidad productiva interna puede conducir a decisiones de política equivocadas, dependiendo de hasta qué punto estas medidas sean representativas de condiciones más internacionales. Las presiones inflacionistas a corto plazo se infravalorarían si las condiciones internacionales fueran más restrictivas que las internas, o se sobrevalorarían si la holgura económica mundial compensara realmente las restricciones internas. En la actual coyuntura, por ejemplo, estas consideraciones ayudarían a explicar por qué el aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva interna ha coincidido, no obstante, con tasas de inflación sorprendentemente moderadas en algunos países industrializados avanzados. Sin embargo, si desapareciera la capacidad

... el calibrado de las respuestas de política con parámetros alterados...

Política monetaria y liquidez general en países industrializados avanzados¹



¹ 16 países de la OCDE; medias ponderadas, basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000.
² Definida como la diferencia entre el tipo de interés oficial real y el tipo de interés natural. El tipo de interés real es el nominal ajustado por la inflación de los precios de consumo de cuatro trimestres. El tipo de interés natural se define como la suma del tipo de interés real medio entre 1985 y 2005 (Japón: 1985-95; Suiza: 2000-05) y el crecimiento en cuatro trimestres del producto potencial menos su promedio a largo plazo. Promedios trimestrales, en puntos porcentuales. ³ Con relación al PIB nominal. ⁴ 1995 = 100.
 Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico IV.15

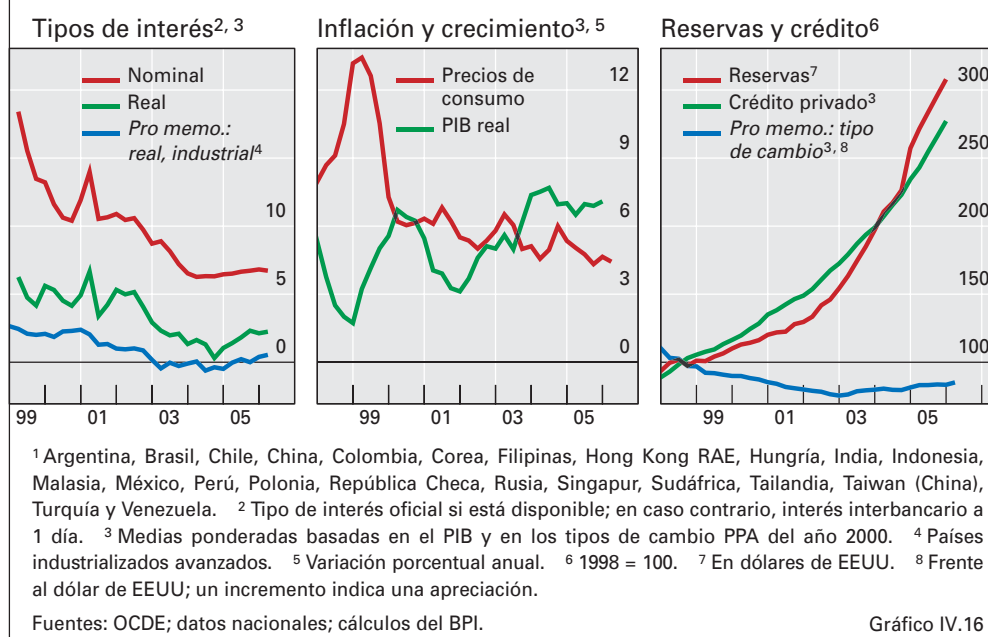
productiva mundial ociosa, estos países podrían enfrentarse de forma repentina a presiones inflacionistas considerables.

... las implicaciones a medio plazo para los desequilibrios financieros...

El segundo de estos retos está estrechamente relacionado con la necesidad de incorporar los factores internacionales a la evaluación de las perspectivas más *a medio plazo* y, por consiguiente, del efecto acumulado de las políticas a lo largo del tiempo (véase el Gráfico IV.15). En comparación con las estimaciones tradicionales de los tipos de interés naturales a largo plazo, los tipos de interés oficiales se han mantenido en niveles excepcionalmente bajos durante un periodo extraordinariamente dilatado. Esto ha sucedido precisamente en un momento en el que podría haberse esperado que los tipos de interés naturales aumentaran, debido al impacto favorable de la globalización sobre el crecimiento potencial a largo plazo. Se plantea el interrogante de si estas prolongadas desviaciones podrían tener repercusiones indeseables a largo plazo, al contribuir a la acumulación de desequilibrios que podrían tener consecuencias perturbadoras en un momento dado. En concreto, los tipos de interés oficiales inusitadamente bajos en gran parte del planeta han ido acompañados de una expansión excepcionalmente fuerte de los agregados monetarios y crediticios, así como de un prolongado auge de los precios de los activos, especialmente en los mercados de inmuebles residenciales.

Tanto las políticas monetarias de los países del G-10 como las de las economías de mercado emergentes han contribuido a esta expansión. En este entorno de globalización financiera, las políticas monetarias acomodaticias de los países industrializados avanzados han presionado a la baja sus monedas y, por consiguiente, al alza las monedas de otros países. En un intento de oponer resistencia a estas presiones, las economías de mercado emergentes con frecuencia han mantenido bajos sus tipos de interés, incluso cuando las condiciones internas podrían haber justificado tipos de interés más elevados. Además, los intentos por evitar la apreciación de las monedas han dado lugar

Política monetaria y liquidez general en economías de mercado emergentes¹



a un rápido incremento simultáneo de las reservas de divisas (véase el Capítulo V) y de los agregados monetarios y crediticios (véase el Gráfico IV.16). Según se indicó en el Capítulo III, existe el riesgo de que las presiones inflacionistas vuelvan a emerger con fuerza y de que la corrección de los desequilibrios financieros pueda debilitar la actividad económica y contribuir a una desinflación no deseada.

Todo ello conduce a un tercer reto, relacionado con la naturaleza de los riesgos de deflación. En un contexto de inflación baja, es probable que la globalización haya acrecentado la importancia de comprender los factores determinantes de las presiones deflacionistas que ocasionalmente pudieran aparecer. Las presiones a la baja sobre los precios derivadas de una evolución favorable de la oferta mundial incrementarían la probabilidad de una disminución del nivel general de precios ("deflación"). Sin embargo, como se recalcó en el *73º Informe Anual*, los procesos deflacionistas originados por el lado de la oferta irán acompañados con mayor probabilidad de un crecimiento continuado del producto, un aumento de los salarios reales, precios elevados de los activos y sólidos balances del sector empresarial y de las familias, *ceteris paribus*. Evidentemente, los costes de estos episodios deflacionistas serían muy inferiores a los asociados con una deflación impulsada por la demanda. En este contexto, existe el riesgo de que los bancos centrales se encuentren oponiendo involuntariamente excesiva resistencia a la amenaza de estas deflaciones "buenas" o, al menos, "benignas". Así pues, esta resistencia podría dar lugar a desequilibrios del tipo auge con posterior desaceleración descritos anteriormente. Paradójicamente, podría incluso sembrar las semillas de deflaciones "malas", que al final podrían estar relacionadas con una corrección desordenada de los desequilibrios financieros.

... y comprender la naturaleza de eventuales presiones deflacionistas

Los bancos centrales podrían...

¿Cómo podrían los bancos centrales reducir los retos que plantea para sus políticas la creciente influencia de los factores internacionales en los resultados internos? Las posibles respuestas se encuentran en el seguimiento, el análisis y en las actuaciones multilaterales.

... mejorar el seguimiento de la evolución externa...

Los bancos centrales podrían hacer más hincapié en el seguimiento de la evolución externa como parte de su evaluación periódica del entorno de política monetaria, con el objetivo de identificar precozmente las posibles fuentes de problemas internacionales. Para facilitar dicha labor, podrían dar más importancia a los datos sectoriales por segmento de mercado. De este modo, quedaría reflejada la creciente importancia de las relaciones internacionales dentro de las líneas de productos y, *a fortiori*, de las presiones inflacionistas mundiales que podrían derivarse de mercados de factores productivos más globalizados. Además, un mayor esfuerzo para hacer más ágil la publicación de información y mejorar la precisión de los datos en tiempo real comportaría muchos beneficios potenciales, especialmente en relación con el seguimiento de la holgura de la capacidad productiva mundial.

... aumentar la disponibilidad y celeridad de los datos...

... y potenciar el análisis para comprender las múltiples facetas de la globalización

Esta mayor atención a la perspectiva mundial exige también ahondar en el trabajo analítico para entender el comportamiento de la economía, cada vez más integrada mundialmente. Una aspiración clave es profundizar en los actuales modelos internacionales del ciclo económico y de la inflación. Un modo de hacerlo sería ampliando los marcos analíticos para captar con mayor precisión los efectos de contagio entre países, las limitaciones de los actuales regímenes de tipos de cambio a la hora de garantizar la independencia de los resultados de inflación internos a lo largo de periodos relativamente largos, y la dinámica de la competencia en los mercados de trabajo, de capitales, de bienes y de servicios. De forma más ambiciosa, valdría la pena explorar más estrategias que van de lo general a lo particular, en las que la evolución de la economía mundial no se derive exclusivamente de agregar los acontecimientos que se producen en los distintos países. Otra aspiración fundamental es una mejor integración y una interpretación más sistemática de los determinantes reales y financieros de las fluctuaciones económicas mundiales. Estos esfuerzos servirían para dilucidar las dimensiones internacionales del mecanismo de transmisión de la política monetaria y los retos que plantea.

La globalización implica que las estrategias de política multilaterales podrían resultar beneficiosas

Por último, el creciente efecto de la globalización sobre la inflación interna implica naturalmente la posibilidad de obtener beneficios adicionales si se presta mayor atención a los foros de política conjunta y a las respuestas multilaterales. En la medida en que los factores internacionales están desempeñando un papel más destacado, las reacciones de política monetaria específicas de cada país podrían ser insuficientes para producir los resultados esperados. Todo ello incrementa los incentivos de llegar a un consenso multilateral sobre diagnósticos, potenciales soluciones y, a ser posible, estrategias de ejecución.