

VIII. Conclusión: afrontar los riesgos presentes y futuros

El próximo año por estas fechas, todos desearíamos poder estar tan satisfechos con la evolución de la economía mundial como hoy lo estamos. Las previsiones de consenso, junto con las del FMI y la OCDE, apuntan en esta dirección, reflejando las expectativas de que continúe el crecimiento más equilibrado observado recientemente en los países industrializados y que la demanda interna juegue un papel aún mayor en las economías de mercado emergentes. Otra buena noticia es que se prevé que continúe el moderado nivel de inflación en general. Los mercados financieros parecen haber compartido este optimismo. De hecho, los bajos niveles de volatilidad observados, al menos hasta fechas muy recientes, incluso parecían insinuar un grado de certeza poco habitual sobre este resultado. Además, los mercados parecen haber considerado adecuadas las recientes medidas de endurecimiento de la política monetaria adoptadas en numerosos países industrializados avanzados, al estimar que, lejos de entorpecer el crecimiento, es probable que lo potencien.

Los riesgos actuales

Esperemos que los mercados acierten en su valoración relativamente optimista. Con todo, el endurecimiento de las condiciones crediticias, tras un periodo de laxitud tan dilatado, deja margen todavía para dos tipos de error. En primer lugar, la contracción de la política monetaria quizá debería haber sido más intensa y temprana, por dos posibles motivos: las presiones inflacionistas subyacentes ya están bien arraigadas y las políticas relativamente acomodaticias han seguido favoreciendo la intensificación de una serie de “desequilibrios” financieros que se están agravando peligrosamente con el paso del tiempo. Ambas consideraciones parecieran exigir un endurecimiento más firme de la política monetaria. El segundo error posible está muy vinculado al anterior, y es que estos desequilibrios podrían haber alcanzado ya tal magnitud que el endurecimiento de la política monetaria podría provocar, al corregirlos, efectos perniciosos sobre el crecimiento y el empleo mundiales. Esta posibilidad aconsejaría adoptar, en cambio, una respuesta monetaria más mesurada. Dada la elevada incertidumbre e incluso el patente desacuerdo entre los analistas sobre la probabilidad de cualquiera de estos resultados, lo único que está claro es que el próximo año no será fácil para las autoridades económicas.

¿Qué motivos existen para creer que las presiones inflacionistas pudieran ser mayores de lo que en estos momentos se piensa? Resulta obvio que tanto las autoridades de Estados Unidos como las de Japón consideran que sus

economías vienen operando casi a plena capacidad, lo que suele ser motivo de preocupación. Por su parte, Estados Unidos se enfrenta al riesgo de una fuerte depreciación adicional del dólar, que podría exacerbar dichas presiones. Además, la economía mundial continúa creciendo con un vigor excepcional, generando quizás una dinámica que podría ser difícil de controlar. Los precios de la vivienda han ido aumentando con rapidez en casi todo el mundo y los de la energía y otras materias primas han alcanzado niveles récord. Los salarios también han seguido una tendencia alcista en regiones de China y en algunas otras economías de mercado emergentes, al tiempo que sobre el conjunto de Asia parecen cernirse crecientes riesgos inflacionistas.

De nuevo, los factores de incertidumbre son numerosos. Siendo pesimistas, si se hubieran subestimado los efectos antiinflacionarios que a escala mundial tienen los bienes más baratos procedentes de las economías emergentes, entonces el debilitamiento de esta influencia también podría tener repercusiones inesperadas. Además, existe una enorme incertidumbre acerca de si la economía mundial ha alcanzado un “punto crítico” en su capacidad para suministrar más petróleo y otras materias primas, por lo que los precios podrían permanecer en niveles elevados durante más tiempo que en épocas pasadas. Siendo optimistas, aún existen numerosas regiones en las economías de mercado emergentes que cuentan con bajos costes de producción, sobre todo en el centro y el oeste de China, con lo que la industria acabará por trasladarse también allí. Asimismo, los avances tecnológicos podrían compensar la creciente dificultad para encontrar nuevas reservas de materias primas. Sea como fuere, ambos procesos de ajuste llevarán su tiempo. Dados los niveles actuales de demanda mundial, el riesgo sería que entre tanto continuaran las presiones inflacionistas. Además, en la medida en que la credibilidad de los bancos centrales se ha visto reforzada en el pasado por circunstancias fortuitas, dicha credibilidad también podría ponerse a prueba, en cuyo caso, sin duda habría necesidad de defenderla con determinación.

¿Qué motivos existen para pensar que los “desequilibrios” representan una amenaza para el optimismo de cara al futuro? No resulta difícil identificar importantes variables macroeconómicas que muestran numerosas desviaciones significativas y de carácter sostenido respecto a sus patrones históricos. Ahora bien, la inquietud que despierta una reversión perjudicial hacia valores más “normales” debería matizarse en la medida en que tales desviaciones puedan explicarse y razonarse por su carácter duradero. Por desgracia, el recurso a estos “fundamentos” no parece apropiado para explicar ni el alcance ni la duración de las circunstancias excepcionales que vienen observándose, lo que permite acudir a una explicación complementaria: estos fenómenos podrían estar vinculados a la abundancia de liquidez presente en la economía mundial desde hace tanto tiempo.

El mercado de deuda a largo plazo en Estados Unidos probablemente sea el ejemplo más notorio de “fundamentos” incapaces de explicar de manera convincente la evolución de los mercados financieros. Así, conforme subían los tipos de interés oficiales estadounidenses, el tipo de interés a largo plazo disminuía, fenómeno en su día descrito como un auténtico “enigma”. En

periodos más recientes, la persistencia en niveles muy reducidos de los diferenciales de la deuda soberana de economías de mercado emergentes, incluso tras el aumento de los rendimientos a largo plazo, podría explicarse por una mejora general de la economía en los países emisores. Aun así, continúa siendo un misterio la drástica reducción de la dispersión de rendimientos entre los bonos emitidos por países con buenos resultados económicos y los de países con resultados mucho peores. El aumento casi universal de los precios de las acciones y de la vivienda resulta difícil de conciliar con las amplias divergencias en las perspectivas de crecimiento interno. La oleada de fusiones y adquisiciones de empresas, particularmente en Europa, también resulta difícil de explicar, pues cabría preguntarse qué pruebas hay de que la reestructuración de empresas mejore repentinamente las expectativas de valor añadido, en especial cuando parece que todavía hay relativamente poca disposición a acometer nuevas inversiones.

Por último, resulta complicado explicar la fortaleza del dólar de Estados Unidos hasta hace bien poco, habida cuenta de los niveles récord de su déficit exterior y del insólito ritmo de endeudamiento de los hogares de ese país. Un examen minucioso de los argumentos más en boga, desde la supuesta existencia de la “materia oscura”, hasta un “matrimonio de conveniencia” informal entre deudores y acreedores, pasando por el “atractivo intrínseco” de unos activos estadounidenses muy productivos, revela la incapacidad de todos ellos para asegurar que los actuales desequilibrios mundiales sean sostenibles. Para explicar la resistencia del dólar, debe recurrirse nuevamente a los diferenciales entre tipos de interés a corto plazo, particularmente a la persistencia de tasas bajas fuera de Estados Unidos. Una vez más, las condiciones monetarias ayudan a resolver un rompecabezas.

Dada la complejidad de la situación y los límites de nuestro conocimiento, resulta extremadamente difícil predecir cualquier evolución futura. Por un lado, bien podría sostenerse, como de hecho hace la mayoría de analistas, que el resultado más probable sigue siendo una vuelta ordenada al equilibrio. Valgan como ejemplo los actuales desequilibrios mundiales de las balanzas por cuenta corriente. En principio, si el dólar se depreciara y creciera la demanda externa de bienes producidos en Estados Unidos, los tipos de interés en ese país podrían subir para frenar la demanda interna justo en la medida precisa para evitar un aumento del desempleo o un repunte de la inflación. Si, a su vez, la demanda interna creciera en otros países a un ritmo suficientemente rápido como para sustituir la demanda previa procedente de Estados Unidos, ni el crecimiento ni la inflación mundiales se verían afectados. Por otro lado, tampoco cuesta identificar fuerzas que podrían dificultar algunos procesos de vuelta al equilibrio. En algunos casos, el resultado final sería un “estallido” de turbulencias en los mercados, y, en otros, un lento y doloroso “desinfe” del crecimiento económico durante un periodo prolongado. De no materializarse las previsiones de ajuste ordenado, la alternativa bien podría ser una combinación de ambos resultados.

Los agentes preocupados por un “estallido” de turbulencias en los mercados requieren tanto un detonante como motivos que avalen un posible

descontrol de la evolución de los precios en diversos mercados. Por desgracia, en ambos terrenos abundan los candidatos. El detonante podría ser la contracción de la política monetaria a escala mundial, que podría actuar de catalizador. Si bien el proceso de endurecimiento ya ha comenzado y lo ha hecho sin incidentes, un endurecimiento simultáneo tiene hoy en día tanto de posibilidad como de realidad. Otro desencadenante podría ser la aprobación en Estados Unidos de más leyes de corte proteccionista frente a China o a países exportadores de petróleo de Oriente Medio, lo que podría interferir en la financiación fluida del déficit por cuenta corriente estadounidense, ya que dichos países son en la actualidad los mayores compradores de obligaciones denominadas en dólares de Estados Unidos. Otra posibilidad sería la quiebra repentina de una gran empresa con importantes intereses financieros, o su recurso a la protección jurídica. Sin perjuicio de todas estas posibilidades, también se hace preciso señalar que los detonantes de la mayoría de las crisis financieras de las últimas décadas fueron prácticamente insospechados.

Asimismo, existen numerosos motivos de preocupación específicamente relacionados con los mercados, ante el eventual grado de desorden que conllevaría el inicio de un proceso de ajuste de precios hacia niveles más normales. Los mercados financieros de los principales países industrializados cuentan con numerosos participantes nuevos y productos novedosos, de complejidad y opacidad crecientes. En un entorno así, la liquidez de los mercados aún no ha sido puesta a prueba. El hecho de que la especulación con operaciones de *carry trade* parezca haberse intensificado en los últimos años implica además la posibilidad de que hayan dejado de ser tan rentables, lo que podría acabar traducéndose en un deterioro mutuo de los riesgos de mercado, crédito y liquidez. En realidad, este tipo de interacciones ya se ha observado en el pasado. También podrían surgir problemas similares en economías de mercado emergentes, como de hecho podría haber comenzado a ocurrir ya, dada la enorme magnitud de las entradas de capitales durante el último año aproximadamente.

Por lo que respecta a los principales mercados de divisas, también hay motivos para temer que las fluctuaciones de los tipos de cambio puedan ser amplias y quizá bruscas. Una primera observación pertinente es que el ajuste comercial subyacente podría resultar bastante prolongado. La mera reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense hasta el 3% del PIB podría requerir el traspaso de millones de trabajadores desde los sectores de bienes internacionalmente no comerciables hacia los comerciables, algo que no puede hacerse de la noche a la mañana. Además, dado que sus importaciones superan en más del 50% a sus exportaciones y que su crecimiento económico es mucho más rápido que el de otras economías, Estados Unidos tendrá que incrementar sustancialmente su competitividad para poder mejorar su balanza por cuenta corriente. El hecho de que los países que exportan a Estados Unidos fueran capaces de reducir sus costes en episodios anteriores de depreciación del dólar, manteniendo así sus márgenes y disminuyendo su transmisión a los precios, podría, en caso de repetirse, ser un obstáculo adicional para el ajuste de la cuenta corriente estadounidense. Es evidente,

además, que cuanto más se retrase el ajuste, mayor será la deuda externa acumulada y mayores sus futuros costes financieros. De hecho, aunque la balanza de rentas de la inversión de Estados Unidos haya registrado superávit hasta fechas muy recientes, la aritmética más elemental sugiere un deterioro significativo adicional en el futuro.

En tal situación, los compradores (tanto del sector público como del privado) de obligaciones denominadas en dólares estadounidenses podrían acabar por perder la paciencia. El sector privado extranjero posee el grueso de los valores de deuda en dólares, por lo que incluso una moderada cobertura de sus carteras podría tener notables efectos sobre los tipos de cambio. En cuanto a las tenencias del sector público, si bien es mucho más probable que su evolución sea estable, también aquí es posible identificar eventuales tensiones. En este sentido, incluso ligeras depreciaciones del dólar podrían ocasionar fuertes minusvalías a los principales tenedores de reservas, pudiendo llegar a generar cierta suspicacia a nivel político. Además, las reservas están ahora dirigiéndose más hacia países exportadores de energía, en los que las consideraciones estrictas de rentabilidad/riesgo podrían pesar con más fuerza en las decisiones de inversión. También cabría esperar que los cambios percibidos en el comportamiento del sector oficial propicien cambios en la conducta del sector privado.

Todas estas consideraciones llevan a concluir que los mercados que incorporan en sus valoraciones el escenario más optimista son mucho más susceptibles de regresar a niveles más normales. Además, dadas las interrelaciones entre todos estos mercados, tanto nacionales como internacionales, existe la probabilidad razonable de que, si un determinado mercado se viera sometido a considerables tensiones, éstas se transmitirían a otros. Considérese, por ejemplo, una brusca caída de la cotización del dólar estadounidense. En este contexto, la prima de riesgo por mantener activos denominados en dicha moneda podría aumentar, provocando tal vez una subida de los tipos de interés a largo plazo, que repercutiría a su vez en otros mercados, incluso en el de la vivienda. Otro ejemplo sería el coste de comprar protección frente a la volatilidad del mercado, que sigue siendo relativamente bajo. Si aumentaran estos costes, las tensiones que surgirían en determinados mercados harían que prácticamente todos ellos se vieran afectados.

Mientras que muchos analistas sin duda pondrían en tela de juicio la eventualidad de un “estallido” súbito en los mercados, aún existe la posibilidad de un “desinfle” en la vertiente real de la economía. Es decir, bien podría producirse una corrección gradual de los desequilibrios antes reseñados, pero de tal forma que lastrase considerablemente el gasto mundial durante mucho tiempo. Considérese en especial el potencial de recuperación de las tasas de ahorro de los hogares desde sus mínimos históricos, sobre todo en Estados Unidos. El ahorro podría aumentar por precaución, como reacción espontánea ante los mayores niveles de endeudamiento o por el temor entre las generaciones nacidas durante la explosión demográfica de la posguerra a no percibir íntegramente sus prestaciones por jubilación, ya sean pensiones públicas o privadas. Alternativamente, la recuperación de las tasas de ahorro podría ser una reacción a las subidas de los tipos de interés,

al aumento de las tensiones en los mercados y a la mayor incertidumbre sobre los precios de los activos en el futuro. El hecho de que los precios de la vivienda hayan alcanzado niveles tan altos en numerosos países y que este efecto “riqueza” parezca haber propiciado un mayor gasto hace más probable dicho resultado. Lo cierto es que, para el conjunto de un país, la riqueza asociada al encarecimiento de la vivienda resulta en gran medida ilusoria. Al tratarse de una modificación de los precios relativos, los beneficios que obtienen los ganadores quedan prácticamente compensados por los costes que soportan los perdedores. Cuando estos últimos finalmente empiecen a adaptarse a su nueva situación, la economía experimentará notables contratiempos.

Otro tipo de desequilibrios también podría generar dificultades similares. En China, el principal motivo de inquietud es que la asignación ineficiente del capital acabará manifestándose en una caída de los beneficios, con repercusiones ulteriores para el sistema bancario, las finanzas públicas y las perspectivas de crecimiento en general. Éste sería el clásico desenlace de un largo periodo de expansión cimentado en el crédito, algo muy similar a lo observado en su día en Japón. Además, una situación así podría tener consecuencias para los países industrializados más graves de lo que actualmente se intuye, ya que el tremendo potencial industrial de China, que además crece con rapidez, seguramente se orientaría aún más hacia la exportación. Si esto coincidiera con el repliegue de otros países, las interacciones resultantes —económicas, políticas y sociales— pondrían en serios aprietos a los sectores público y privado.

Por supuesto, la situación actual no plantea este tipo de problemas y es poco probable que lo haga en el futuro, por lo que las previsiones de consenso continúan siendo la mejor apuesta. Ahora bien, si se materializaran dichos riesgos, la sola magnitud de los posibles costes económicos bastaría para justificar ciertas reflexiones sobre la respuesta óptima de las autoridades económicas, no a título de pronóstico, sino como ejercicio de prudencia. No hay contradicción alguna en esperar lo mejor y prepararse para lo peor, en especial cuando las consecuencias inesperadas bien podrían resultar costosas.

Cómo mitigar los riesgos actuales

Hoy en día, no sólo afrontamos las habituales incertidumbres relacionadas con la respuesta a las incipientes presiones inflacionistas, sino también la inquietud por los diversos desequilibrios financieros, tanto internos como externos. Estos desequilibrios son el resultado de diez años o más de expansión vigorosa de la oferta mundial, lento avance de la demanda interna en las grandes economías —salvo en Estados Unidos— y excesiva utilización de políticas monetarias laxas para cerrar las brechas del producto. A la hora de elegir políticas para reducir los riesgos existentes, resulta imprescindible entender cómo se ha llegado a la situación actual.

El aumento de la oferta ha obedecido básicamente a la reintegración en el sistema económico internacional de economías previamente cerradas,

merced a la mejora generalizada de la tecnología y las comunicaciones. A ello se añaden crecientes ganancias de productividad, sobre todo en Estados Unidos. La continua desregulación de los mercados en los países industrializados, tanto de bienes como de factores productivos, también ayuda a explicar las perturbaciones positivas por el lado de la oferta registradas en la última década.

En cuanto al avance rezagado de la demanda, Asia es un buen ejemplo de altas tasas de ahorro típicas de poblaciones expuestas a las enormes incertidumbres que conlleva un cambio estructural, aunque también ilustra los efectos del tiempo que se requiere para adaptar los hábitos de gasto a un rápido crecimiento de los niveles de renta, algo que afecta también a las administraciones públicas de países exportadores de petróleo y otras materias primas. En los países industrializados, por su parte, también se han observado dos deficiencias estructurales. La primera ha sido la prolongada incapacidad de Alemania y Japón para recuperarse plenamente de las tensiones introducidas por la reunificación y por la burbuja de los precios de los activos, respectivamente. Ninguno de estos dos países fue capaz de lidiar íntegramente con el cambio estructural o de hacerlo con la oportuna rapidez. La segunda deficiencia ha sido el reiterado fracaso de la política fiscal en casi todo el mundo para resolver los problemas asociados a los excesos de los años 70 y principios de los 80. Desde entonces, los países industrializados, con la excepción de Japón, apenas han dispuesto de margen de maniobra fiscal para hacer frente a las desaceleraciones económicas, situación a la que ahora ni siquiera la economía japonesa es ajena. Numerosos países, en especial europeos, podrían haber resuelto hace tiempo este problema si hubieran adoptado políticas fiscales mucho más contractivas durante las etapas de intenso crecimiento económico.

Así las cosas, la política monetaria tuvo que afrontar en solitario no sólo la tendencia secular de insuficiencia de la demanda, sino también las crisis periódicas asociadas a perturbaciones en el sistema financiero. Hasta la fecha, las autoridades económicas han llevado a cabo esta labor de manera encomiable, puesto que el crecimiento ha sido sostenido y la inflación se ha moderado. No obstante, el paso del tiempo ha ido revelando efectos secundarios indeseados. Cada vez que alguna perturbación ha puesto en peligro el crecimiento, el recorte de los tipos de interés ha estimulado el gasto, como era de esperar, pero a costa de la acumulación progresiva de deuda, primero por las empresas y ahora también por los hogares. La creciente liberalización de los sistemas financieros ha reforzado este mecanismo de transmisión, permitiendo también a los países con mayor sofisticación financiera incurrir en abultados déficits por cuenta corriente. De hecho, cada aplicación exitosa de medidas anticíclicas de política monetaria ha hecho que cualquier medida restrictiva posterior entrañe más riesgo y que las medidas de relajación ulteriores tengan menos probabilidad de surtir efecto.

Para reducir los riesgos derivados de la continua expansión mundial, podrían adoptarse medidas adicionales. La primera resulta obvia: las políticas monetarias mundiales necesitan ir acompañadas de otras medidas para evitar fluctuaciones perniciosas de los tipos de interés y de cambio. En

concreto, precisan la ayuda de aquellas políticas que han sido tan deficientes en el pasado, a saber, la política fiscal y las reformas estructurales.

En cuanto a la primera, su orientación debería ser en general más restrictiva tanto en los países industrializados como en los mercados emergentes, lo que contribuiría también a restablecer el margen de maniobra de cara al futuro. La necesidad de disciplina fiscal es especialmente acuciante en Estados Unidos y en otros países con abultados déficits públicos y por cuenta corriente. En los países con déficit, la aplicación de paquetes de medidas de contención presupuestaria creíbles a medio plazo tranquilizaría también a los acreedores externos con respecto a la protección de sus intereses a más largo plazo. De manera indirecta, propiciaría asimismo un ordenado proceso de ajuste del dólar estadounidense.

En lo referente a las reformas estructurales, la magnitud de los desequilibrios comerciales mundiales haría muy deseables cambios estructurales que facilitasen la transferencia de recursos entre los sectores comerciables y no comerciables, ya que contribuirían a reducir la necesidad de fluctuaciones intensas y potencialmente nocivas de los tipos de cambio nominales. En Estados Unidos, la labor de revitalización del sector de bienes comerciables se prevé complicada al haberse reducido en gran medida la base industrial de ciertos productos. Con todo, la acreditada flexibilidad de la economía estadounidense ofrece motivos para el optimismo. Asimismo, podrían recortarse las actuales ayudas fiscales a fin de moderar la actividad en el sector de la vivienda (el bien no comerciable por excelencia) e introducir algún tipo de impuesto sobre el consumo que contribuya a elevar la reducida tasa de ahorro familiar, núcleo del déficit por cuenta corriente estadounidense. En otras regiones deben adoptarse medidas que estimulen el consumo y la producción de bienes no comerciables. Un buen número de países, en especial China aunque también Alemania y Japón, continúan dependiendo en exceso de estrategias de crecimiento basadas en la exportación. Es preciso replantearse la regulación gubernamental y otros incentivos que operan en el mismo sentido, dado que estos tres países afrontan procesos de rápido envejecimiento de la población que compelen a incrementar la productividad en su sector servicios.

En las circunstancias actuales, la política monetaria mundial también debería caminar por la senda del endurecimiento. Tanto si la preocupación proviene de las crecientes presiones inflacionistas a corto plazo como si se debe a la amenaza de los desequilibrios para el crecimiento sostenido a largo plazo, ambos conjuntos de indicadores apuntan en la misma dirección. Dicho esto, hay que señalar que estas dos fuentes de inquietud afectan de modo diferente a los distintos países. Por ejemplo, en Europa continental los niveles de capacidad productiva ociosa continúan siendo altos y los desequilibrios financieros son menos palpables, comparados con los de Estados Unidos y algunos países industrializados con objetivos de inflación, donde parece por tanto adecuada la orientación más contractiva de su política monetaria. Esta conclusión se ve reforzada por sus respectivas posiciones externas, ya que los países con déficits externos necesitan disminuir el gasto interno y una forma de conseguirlo es con tipos de interés más altos.

Una vez formulada esta recomendación de carácter general, lo difícil es decidir cómo instrumentar dicho endurecimiento. Uno de los problemas más espinosos surge a la hora de elegir el indicador que se utilizará para medir las tendencias inflacionistas subyacentes; las opiniones al respecto son muy variadas. En los países industrializados, el problema se ha debido principalmente a un cambio importante y sostenido en los precios relativos, caracterizado por un fuerte encarecimiento de la vivienda y de la energía y un comportamiento mucho más moderado de los precios de los bienes manufacturados. La pregunta entonces es si las autoridades económicas deben suponer que la tasa de inflación general, ahora más elevada, retrocederá con el tiempo hasta los niveles del índice subyacente, o bien asumir el supuesto contrario. Las economías de mercado emergentes afrontan problemas similares, aunque agravados por la relativa importancia de otro componente volátil, en este caso los alimentos. En tales circunstancias, quizás la única recomendación posible sea que los responsables de las políticas económicas presten aún más atención a las tendencias de inflación a más largo plazo, en lugar de centrarse en la mera consecución de objetivos cuantitativos a corto plazo.

Otra complicación estriba en que los parámetros orientativos que utilizan los bancos centrales para fijar sus tipos de interés también están modificándose. Según avanza la globalización, es probable que los indicadores de holgura de la capacidad productiva a escala mundial cobren un progresivo protagonismo como complementos útiles a las mediciones más tradicionales de presión inflacionista. Al mismo tiempo, dada la creciente inquietud por los efectos de los desequilibrios financieros sobre el crecimiento y la inflación, hay que extremar la vigilancia sobre dichos indicadores. Por otra parte, se constata cada vez más que los procesos económicos podrían tener características no lineales, por ejemplo expectativas de inflación rígidas que se tornan flexibles o desequilibrios aparentemente benignos que súbitamente inducen ventas masivas en los mercados financieros. Por último, en un mundo más globalizado, la actuación de las demás autoridades económicas adquiere mayor trascendencia. Si los principales centros financieros endurecieran al unísono y de forma significativa sus políticas, el efecto conjunto en términos de desinflación podría ser notablemente más acusado que el de la suma de las partes. Por tanto, aun cuando una orientación monetaria restrictiva parece deseable en casi todo el mundo, su aplicación deberá ser prudente y mesurada.

En muchos países, el tono de la política monetaria también dependerá en cierta medida de los desequilibrios externos y de sus efectos a la larga sobre los tipos de cambio. Una preocupación muy frecuente entre los analistas es la posibilidad de que este proceso se desestabilice, especialmente en los principales mercados cambiarios que aglutinan el grueso de la negociación. La probabilidad de que ocurra algo así disminuiría si los distintos países compartieran la carga del ajuste al alza en la cotización de sus monedas en función de la magnitud de sus superávits por cuenta corriente. En concreto, esto implica que las monedas asiáticas se aprecien aún más. Por fortuna, hay

indicios de que las actuaciones de los bancos centrales asiáticos se mueven en esta línea, destacando en muchos casos la moderación de sus intervenciones en los mercados cambiarios. No obstante, China sigue siendo una importante excepción, al haber acumulado en el transcurso de 2005 reservas adicionales por valor de 200.000 millones de dólares. En este país, al igual que en el resto de Asia, una mayor flexibilidad cambiaria también haría posibles políticas monetarias más restrictivas. Todo ello tendría una acogida favorable dada la preocupación generalizada por el recalentamiento de la economía interna, así como por la ineficiencia de la inversión en el caso de China.

Analizando las políticas en vigor, o incluso las comprometidas de forma creíble, sería un gran error pensar que los riesgos asociados a un ajuste externo han desaparecido en la práctica. Puesto que muchos de los principales protagonistas continúan centrándose casi exclusivamente en las prioridades internas, ya sean de índole económica o política, es previsible que los desequilibrios externos sigan agravándose. Así las cosas, se precisa una solución cooperativa por la que, en aras del bien común, cada uno de los principales países transija en sus políticas internas a cambio de que los demás se comprometan a hacer concesiones similares. No sería difícil identificar la mayoría de las políticas necesarias a tal efecto, a las que se ha aludido antes.

El verdadero problema estriba en su aplicación. Como condición imprescindible para llegar a una solución, las principales partes implicadas deben reconocer primero sin excepción que, en último término, la inacción será probablemente mucho más costosa que la cooperación. Una caída brusca de la cotización del dólar podría cebar la inflación en Estados Unidos y perjudicar los balances empresariales y las perspectivas de crecimiento de los países acreedores de Europa y Asia, además de agravar las indeseables tendencias proteccionistas patentadas en todo el mundo. El reconocimiento de estas posibilidades debería fomentar un espíritu más cooperativo que, con un poco de suerte, sería suficiente para sortear los escollos que aún quedan en el camino.

Qué hacer si se materializan los riesgos

Es imposible predecir dónde y cuándo podrían materializarse los riesgos que conllevan los desequilibrios actuales. Aun así, conforme se reseñó anteriormente, dos escenarios parecen plausibles. En el primero se contemplaría una perturbación breve y brusca que afectaría a los mercados financieros internacionales, mientras que en el segundo asistiríamos a un prolongado periodo de lento crecimiento mundial conforme se corrigen gradualmente los desequilibrios. En realidad, podrían presentarse al mismo tiempo elementos de ambos escenarios.

Considérese en primer lugar un evento discreto que, de producirse, perturbaría los mercados financieros. ¿Qué podría hacerse por adelantado para prepararse ante dicha eventualidad? Una medida importante sería asegurar la integridad de los canales nacionales de comunicación entre las

principales entidades financieras, sus supervisores, el banco central y los operadores de componentes del engranaje financiero que resultan críticos para el sistema. Otra precaución sería garantizar un grado de apertura semejante en el plano internacional. En esta dirección avanza el debate actual entre reguladores de distintos países en torno a cuestiones que atañen a las jurisdicciones de “origen” y “acogida”, al igual que diversos memorándums de entendimiento en los que se establece a quién le corresponde cada acción y cuándo debe realizarse. En varios foros europeos se han llevado a cabo “juegos de estrategia” internacionales donde se simulan episodios de tensión que requieren una respuesta del sector público, de los que se han extraído lecciones muy valiosas. A escala mundial, el Foro sobre la Estabilidad Financiera, que agrupa a banqueros centrales, reguladores y agentes del Tesoro de gran parte de las principales economías, junto a representantes de instituciones financieras internacionales y comités especializados, ya ha contribuido de forma sustancial a prevenir crisis. Presumiblemente, el Foro podría desempeñar un papel relevante también en la gestión y en la resolución de crisis.

No obstante, numerosas mejoras son aún posibles y deseables. Las legislaciones nacionales que dificultan el intercambio de información urgente son todavía un obstáculo importante para la gestión de las crisis. Aún más importante puede ser la inexistencia de un acuerdo sobre la distribución internacional de las cargas u obligaciones en caso de dificultades. Ya se trate de fondos de garantía de depósitos, de la provisión de liquidez de emergencia o de la reestructuración de un banco con presencia internacional, el gasto finalmente ocasionado podría ser sustancial. Sin un acuerdo previo sobre la asignación de estas cargas, es fácil que se malogre la eficaz gestión de las crisis, al actuar las autoridades nacionales en respuesta a lo que consideran sus propios intereses internos.

En principio, podría evaluarse con antelación la predisposición de las instituciones financieras a abordar estos problemas. Las pruebas de tensión (o estrés) se han generalizado en las empresas financieras, lo cual es muy conveniente. Aun así, estas pruebas se fundamentan en supuestos simplificadores que, por definición, no captan todas las complejidades del mundo real. Las empresas deberían tener presentes estas limitaciones al prepararse para afrontar eventuales dificultades y al valorar la idoneidad de sus recursos propios. Tal vez sea más importante que las entidades financieras analicen qué ocurriría con la dinámica del mercado si otras instituciones reaccionaran ante determinadas perturbaciones del mismo modo, quizá incluso por consejo de las autoridades reguladoras, y que se preparen oportunamente para ello. También los reguladores podrían reflexionar sobre esta posibilidad. Como mínimo, contrapartes y reguladores deberían compartir más información sobre los resultados de estas pruebas.

La elaboración de estos planes de contingencia en previsión de dificultades se uniría a una amplia gama de medidas que se han adoptado a lo largo de los años para fortalecer la solidez de las instituciones financieras, los mercados, y los sistemas de pago y liquidación. Una sugerencia más

reciente que merece mayor atención es la posibilidad de crear bancos “listos para actuar” (*off the shelf banks*) en previsión de problemas. La idea consiste en crear una entidad jurídica que sea capaz de asumir, con escasa antelación, las funciones esenciales de una institución financiera insolvente, atenuando así las repercusiones de su cierre. Esta sería otra manera de limitar la permisividad reguladora, que en el pasado ha solido ser un problema.

En caso de producirse una crisis, la política económica podría actuar en varios planos. La respuesta tradicional sería inyectar liquidez en determinadas instituciones, pero esto plantea algunos interrogantes en un mundo que cambia con rapidez. El primero de ellos consiste en saber qué entidades serían respaldadas en un sistema financiero más orientado al mercado. ¿Serían sólo bancos nacionales o también bancos extranjeros, instituciones financieras reguladas, entidades instrumentales en la titulización de activos (SPV) o incluso otras entidades? Otra incógnita tiene que ver con la adecuación de las garantías reales, en concreto sobre la legalidad de aceptar títulos emitidos en el extranjero y la posibilidad de que el valor de las garantías resulte seriamente mermado en caso de crisis. La tercera incógnita se refiere a si debería estipularse con antelación en qué condiciones se procederá a la inyección de liquidez. Si bien hasta hace poco solía hablarse de la necesidad de emplear una “ambigüedad constructiva” para evitar el riesgo moral, ahora la “claridad constructiva” va ganando terreno entre los bancos centrales. En sustancia, se trata de instar a los propios bancos a adoptar todas las medidas que sean oportunas para garantizar su solidez, como condición para poder optar a la ayuda *in extremis* de las autoridades.

En un mundo donde prevalece cada vez más el funcionamiento del mercado, en realidad es más probable que la política económica reaccione ante cualquier episodio financiero grave con inyecciones generalizadas de liquidez y reducciones de los tipos de interés, como de hecho ha ocurrido en ocasiones en el pasado reciente. Una complicación sería que los distintos países reaccionaran de modo diferente, ya que esto podría traducirse en fluctuaciones indeseadas de los tipos de cambio. La solución en este caso pasaría por un intercambio de información más fluido entre los bancos centrales sobre sus posibles respuestas ante las perturbaciones. Podría presentarse otra serie de complicaciones si los tipos de interés se mantuvieran en niveles reducidos durante mucho tiempo, bastante más de lo necesario para restablecer el funcionamiento normal de los mercados. Estos últimos asuntos se abordan mejor en el marco del segundo grupo de eventuales problemas, relacionados con un periodo potencialmente largo de lento crecimiento económico mundial, acompañado quizá, pero no necesariamente, de tensiones en el sistema financiero.

Cabría preguntarse entonces cuál sería la respuesta idónea de la política económica en caso de que el futuro crecimiento económico se viera amenazado. El análisis de los antecedentes históricos revela la existencia de cuatro factores que podrían interactuar con consecuencias nefastas. En primer lugar, los tipos de interés reales pueden permanecer demasiado altos para estimular la economía, sobre todo cuando los tipos de interés nominales alcanzan su límite inferior de cero y caen los precios. Segundo, los salarios

reales pueden aumentar y los beneficios pueden reducirse, en especial si los salarios nominales presentan rigidez a la baja y los precios están descendiendo. En tercer lugar, los elevados niveles de endeudamiento pueden redundar en costes financieros muy onerosos con efectos contractivos sobre el gasto. Cuarto y último, la debilidad de la economía real puede transmitirse al sistema financiero, induciendo restricciones crediticias y recortes adicionales del gasto. La cuestión que se plantea es por tanto qué medidas podrían anular cada uno de estos canales, sabiendo que es probable que cualquier política que se proponga aporte tanto ventajas como inconvenientes.

En caso de una eventual desaceleración económica, el recorte de los tipos de interés para estimular la demanda agregada podría parecer una medida completamente lógica. Sin embargo, debido al fuerte endeudamiento acumulado en respuesta a relajaciones previas de la política monetaria, esta solución podría resultar inadecuada. En este sentido, la inusitada laxitud de las políticas monetaria y fiscal en Japón en la década de los 90 no bastó para reactivar la economía. En Estados Unidos, pese a la igualmente insólita relajación de sus políticas desde 2001, el repunte posterior estuvo entre los más débiles del periodo de posguerra, especialmente en términos de inversión en capital fijo y creación de empleo.

También debe admitirse que tipos de interés nominales muy bajos podrían generar además importantes efectos secundarios negativos, sobre todo en la oferta agregada. Tras un periodo de dispendio, el endeudamiento barato puede permitir la existencia de “empresas zombis” que sobreviven a base de refinanciar sus deudas, como ocurrió en Japón, en detrimento de compañías más saneadas. También aporta un fuerte estímulo para las fusiones y adquisiciones de empresas, aun cuando los antecedentes históricos demuestran que en este tipo de operaciones es más probable la destrucción de valor que su creación. Unos tipos de interés reducidos constituyen asimismo un canal de transferencia de recursos desde los acreedores hacia los deudores, que con el tiempo reduce el ahorro y la formación de capital, para acabar amenazando la elevación de los niveles de vida. También han de tomarse en consideración los efectos secundarios desfavorables que tienen los tipos de interés bajos para los mercados financieros. La búsqueda de rentabilidad puede ocasionar graves distorsiones y ser un factor de inestabilidad futura, conforme los inversionistas adquieren activos intrínsecamente más arriesgados, elevando para ello su grado de apalancamiento. Además, no es sencillo encontrar “salida” a esta clase de políticas. En la actualidad ya se están constatando este tipo de dificultades, que más adelante serán incluso peores si continúa el aumento de los niveles de deuda.

Todas estas consideraciones implican que, en caso de registrarse un periodo prolongado de débil crecimiento mundial, la relajación de las políticas monetarias y fiscales debería complementarse con otros instrumentos de índole más estructural. Puesto que la rentabilidad empresarial sostenida es condición necesaria para la recuperación del gasto de inversión, las medidas encaminadas a contener los salarios e incrementar la productividad resultan atractivas, aunque, una vez más, no están exentas de problemas. En primer

lugar, al igual que las políticas monetarias más laxas, estas medidas podrían no funcionar. En Japón, por ejemplo, pese a la contención durante años del crecimiento salarial, la inversión no consiguió recuperarse hasta fechas muy recientes. En segundo lugar, pagar salarios más bajos y a menos trabajadores implica en principio una menor masa salarial, con el consiguiente descenso de la renta y del gasto de los hogares. En Japón, la fuerte caída de la tasa de ahorro familiar logró amortiguar estos efectos sobre el gasto privado. Algo así podría ser menos probable si se produjera una recesión en países donde la tasa de ahorro ya es muy reducida, como ocurre actualmente en Estados Unidos.

Corrigiendo directamente el exceso de deuda también se contribuiría a evitar la aparición de problemas a largo plazo. En realidad, la tendencia hacia la titulización de la deuda, combinada con los nuevos instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, podría estar elevando ya la incidencia de las quiebras empresariales, a diferencia de los procesos de "renegociación ordenada" dirigidos por bancos "comprensivos". En este sentido, sería muy recomendable reconocer con prontitud la insolvencia efectiva del deudor y resolver cuanto antes la situación, eliminando así mucha incertidumbre del sistema. Además, es patente el atractivo de aplicar procesos que garanticen la maximización del valor de los activos restantes. Si en este proceso también pudiera eliminarse capacidad productiva de sectores cuyos beneficios se han contraído hasta niveles muy bajos, se contribuiría asimismo a corregir los desequilibrios por el lado de la oferta previamente acumulados.

Al igual que las demás respuestas de política económica que acaban de analizarse, la reducción explícita de la deuda también presenta inconvenientes. El primero y más obvio es el riesgo moral, aunque su incidencia podría reducirse con un buen diseño de la legislación concursal. El segundo problema estriba en que el reconocimiento temprano y explícito de la incapacidad para atender el servicio de la deuda podría afectar a la solvencia del conjunto del sistema bancario. Hoy en día, este problema no lo sería tanto en los países industrializados, gracias al fenómeno generalizado de la titulización de deuda. Sin embargo, el crédito hipotecario y los préstamos a los hogares aún podrían convertirse en una fuente de complicaciones. Por otra parte, para los sistemas bancarios de economías de mercado emergentes, el alivio generalizado de la deuda o el recurso a procedimientos de quiebra todavía podría amenazar la solvencia de las instituciones a título individual y quizá la viabilidad del sistema en su conjunto.

Una vez aceptado el desafío, no debe olvidarse que también ofrece una buena oportunidad. En la medida en que el sistema bancario asuma las pérdidas y éstas se reconozcan explícitamente como tales, los subproductos de anteriores excesos se consolidan y su gestión resulta más sencilla. En concreto, el sistema bancario puede recapitalizarse y pueden adoptarse medidas para asegurar su rentabilidad en el futuro. Una vez recompuesto el sistema, podría participar plenamente en la financiación de una nueva expansión. La experiencia de los países nórdicos, que a finales de los años 80 experimentaron problemas de esta índole,

ilustra las medidas que podrían aplicarse con la necesaria voluntad política.

¿Pueden evitarse riesgos similares en el futuro?

En la actualidad, nadie cuestionaría los sustanciales beneficios económicos que reportó la reducción de la inflación desde los elevados niveles que alcanzó en la década de los 70. No obstante, con el paso del tiempo, fácilmente se olvida lo difícil que parecía esa tarea por aquel entonces. Las autoridades económicas de los años 60 y 70 coincidían en general en que la reducción de la inflación conllevaría costes en forma de desempleo que serían elevados y duraderos, superando con creces los beneficios de dicho esfuerzo. En esto, sin embargo, se equivocaron. Nuevos enfoques analíticos pusieron de relieve el papel que juegan las expectativas de inflación y cómo la credibilidad de las políticas podría primero reducir esas expectativas y a continuación mantenerlas bajas, con costes muy inferiores a los inicialmente previstos. Los excelentes resultados económicos cosechados por lo general en los países industrializados durante los últimos 20 ó 30 años confirman el acierto de quienes decidieron poner a prueba esas ideas.

No obstante, también contradiría la verdad histórica pretender que un entorno de inflación reducida es suficiente para evitar todos los problemas macroeconómicos. Las últimas décadas han sido testigo de todo tipo de alteraciones relacionadas en parte con la supresión de restricciones en sistemas financieros previamente reprimidos. Piénsese en la crisis financiera mexicana de 1994, la crisis asiática de 1997, el impago de la deuda rusa y los sucesos que rodearon a la quiebra de LTCM en 1998, así como en el desplome de los mercados bursátiles en 2001. Ninguno de estos acontecimientos vino precedido de un grado significativo de inflación manifiesta. Remontándonos más atrás, ni en Estados Unidos en los años 20 ni en Japón en los años 80 se observaron fuertes presiones inflacionistas. Así pues, resulta evidente que una tasa de inflación reducida, por muy deseable que sea, no siempre ha bastado para garantizar la buena marcha de la economía.

De forma similar, la evidencia reciente confirma también que no todos los episodios de caídas de precios acarrearán problemas macroeconómicos graves y que su origen tiene importancia. A pesar de que el aumento de la productividad y la intensificación de la competencia mundial han reducido en los últimos años la capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios, la participación de los beneficios empresariales en la renta total ha crecido. Esto coincide con los resultados de estudios históricos basados en largos periodos muestrales, que revelan numerosos episodios de fácil coexistencia de deflación y crecimiento económico rápido. De hecho, estas investigaciones demuestran que la terrible experiencia de la Gran Depresión en Estados Unidos fue realmente un hecho singular.

En conjunto, todas estas reflexiones sugieren que la estrategia convencional para lograr la estabilidad de precios podría requerir algunos ajustes. Dadas las previsiones de inflación bien anclada a uno o dos años vista (horizonte normalmente utilizado por los bancos centrales), el riesgo estriba

en mantener los tipos de interés oficiales en niveles muy bajos en relación con las tasas esperadas de rentabilidad de la inversión. Las perturbaciones positivas por el lado de la oferta agravan este riesgo, al contener baja la inflación y alentar el optimismo entre los agentes económicos. Esto, a su vez, animaría a los empresarios a recurrir al crédito para comprar activos financieros e invertir en capital físico y materias primas. Del mismo modo, tipos de interés oficiales bajos y, por ende, costes de endeudamiento reducidos podrían inducir a los consumidores a anticipar sus compras, tanto de vivienda como de bienes de consumo duraderos. Es evidente que sus efectos sobre el gasto y la creación de empleo resultan, en buena medida, muy favorables. Sin embargo, a partir de un cierto punto aparecen los peligros, conforme la subida de los precios de los activos genera más especulación y provee las garantías necesarias para incurrir en el correspondiente endeudamiento. Cada uno de los episodios históricos de auge y desaceleración antes reseñados comparte en gran medida estos rasgos dinámicos.

Para dar cabida a todas estas posibilidades, se hace necesaria la modificación del marco analítico keynesiano, que continúa siendo el arma fundamental en el arsenal de cualquier banco central. Para orientar la fijación de los tipos de interés, se precisa ahora un conjunto de indicadores mucho más amplio, en concreto sobre los desequilibrios financieros, tanto internos como externos. En horizontes temporales más amplios, estos desequilibrios pueden representar una amenaza deflacionista para la estabilidad de precios, más peligrosa incluso que las “presiones” inflacionistas de corto plazo e índole más convencional reflejadas, por ejemplo, en las brechas del producto. El reconocimiento de este peligro implica ampliar el horizonte temporal en el que se evalúa el éxito de la política monetaria en términos de estabilidad de precios, a fin de que puedan manifestarse todos sus efectos. En ciertas circunstancias, la subida de los tipos de interés podría reducir transitoriamente la inflación más de lo deseado, pero esta posibilidad podría ser incluso preferible a un escenario de auge y desaceleración, en el que tampoco se alcance el objetivo de inflación, pero por un margen mayor y durante más tiempo. Alternativamente, este dilema podría atenuarse utilizando otros instrumentos, más propios de la regulación, con el fin de limitar antes de nada la acumulación de desequilibrios financiados por la expansión del crédito. No obstante, la puesta en práctica de estas sugerencias exigiría cambios palpables tanto en la cultura de la regulación financiera como en la naturaleza de la relación entre los bancos centrales y otras instituciones públicas.

