

VIII. Conclusión: ¿vale más prevenir que curar?

La Economía no es una ciencia exacta, o al menos no en el sentido de que al repetir un experimento se produzca siempre el mismo resultado. Así, las previsiones económicas a menudo yerran por amplio margen —sobre todo, en los puntos de inflexión de los ciclos—, al conspirar con frecuencia datos inadecuados, modelos deficientes y perturbaciones aleatorias para producir resultados insatisfactorios. Más difícil aún es la tarea de asignar probabilidades a los riesgos ligados a esas previsiones. De hecho, resulta tan difícil que no pecaríamos de exagerados al afirmar que nos enfrentamos, no tanto a un mundo en el que simplemente hay riesgo como a uno fundamentalmente incierto, donde las probabilidades no pueden calcularse.

En este sentido, la Historia Económica resulta de gran utilidad. La Gran Inflación de la década de los 70 cayó por sorpresa entre la mayoría de analistas y autoridades económicas, al igual que el ritmo de desinflación y la consiguiente recuperación económica cuando consiguió hacerse frente al problema. De forma similar, prácticamente nadie vio venir la Gran Depresión de los años 30 ni las crisis que afectaron a Japón y al sudeste asiático a principios y finales de los años 90 respectivamente. De hecho, cada fase contractiva estuvo precedida por un periodo de crecimiento no inflacionario suficientemente exuberante como para llevar a los analistas a anticipar el advenimiento de una «nueva era». También cabe citar sorpresas similares a escala más microeconómica. Por ejemplo, en torno al momento de la quiebra del LTCM en 1998, este fondo se enfrentó en varios mercados a perturbaciones de precios casi 10 veces superiores a lo que habría cabido esperar a juzgar por el pasado. Por tanto, todas sus suposiciones de base —que estaba adecuadamente diversificado, gozaba de amplia liquidez y se hallaba bien capitalizado— resultaron estrepitosamente erróneas.

Aunque habrá muchos que sostengan que nuestra comprensión de los procesos económicos ha mejorado gracias a estas experiencias, no es tan fácil probar dicho argumento. Considérese, por ejemplo, la forma típica en que los economistas de los bancos centrales suelen elaborar previsiones sobre la inflación futura sirviéndose de modelos econométricos que explican la interacción entre precios y salarios. Para obtener resultados precisos, debe responderse correctamente al menos a cinco preguntas: ¿Cuál es la mejor forma de medir el exceso de capacidad en la economía nacional? ¿Cuál es la tendencia de la tasa de crecimiento de la productividad? ¿Se circunscriben las influencias externas sólo a los precios de las importaciones? ¿Vienen los salarios determinados por las expectativas sobre los precios futuros o por la evolución pasada de éstos? Por último, si son las expectativas las que tiene importancia, ¿influye en ellas la credibilidad de los bancos centrales o algún

otro factor como la inflación real o incluso la percibida? Cada una de estas preguntas es objeto actualmente de acalorados debates y, si se consideran otras variables económicas, el grado de desacuerdo sobre cuestiones no menos fundamentales es igual de alto.

Ciertamente, en vista de los enormes y constantes cambios estructurales, no es difícil aducir que los procesos económicos se entienden hoy quizás incluso menos que en el pasado. En el ámbito de la economía real, una combinación de progreso tecnológico y globalización ha revolucionado la producción. Por el lado financiero, los nuevos actores, instrumentos y actitudes han resultado igualmente revolucionarios. Y en el aspecto monetario, la progresiva independencia de los bancos centrales ha cambiado drásticamente su manera de actuar y de comunicarse con el público. En vista de todos estos cambios, ¿quién podría defender seriamente que todo sigue igual?

Existe además especial incertidumbre en torno a la política monetaria. Por más que el compromiso de los bancos centrales con la estabilidad de precios nunca ha sido tan rotundo, el papel que desempeñan el dinero y el crédito es cada vez más debatible a la luz de la incertidumbre reinante en torno al proceso de inflación, tal y como se mencionó anteriormente. Para algunos bancos centrales, y de hecho para muchos académicos de primera fila, ni el dinero ni el crédito son de utilidad en la gestión de la política monetaria. Para otros, en cambio, el crecimiento demasiado rápido de estos agregados presagia o bien inflación, o bien un ciclo de auge y desaceleración de origen financiero con sus propias características indeseables.

Así las cosas, no es probable que las opiniones de los bancos centrales ni las de los mercados sean infalibles, lo cual tiene importantes implicaciones. La implicación para los mercados es que deben continuar pensando por sí mismos, pues limitarse a mirarse en el espejo de las convicciones de los bancos centrales podría resultar una estrategia peligrosa. La implicación para las autoridades económicas es que deberían seguir esforzándose por mejorar la solidez del sistema para reaccionar ante las inevitables e inesperadas perturbaciones.

Cuestiones que preocupan a las autoridades económicas

La previsión de consenso para la economía mundial, obtenida a través de encuestas a economistas, anticipa la continuación del intenso crecimiento reciente, la relativa contención de la inflación mundial y la gradual moderación de los desequilibrios por cuenta corriente mundiales. En cuanto a los mercados financieros, el consenso para 2007 apunta al mantenimiento de las tasas de interés a largo plazo en torno a los niveles actuales. Como no podía ser menos, esto supone de forma implícita que no se producirán inestabilidades geopolíticas ni perturbaciones financieras tan significativas como para afectar a la economía real.

De cara al corto plazo, tendría sentido vaticinar que el futuro será en gran medida como el pasado. De hecho, un examen atento de los errores de predicción en años recientes permitiría concluir que existen motivos para ser incluso más optimistas. El crecimiento real ha sido en general mayor de lo

esperado, al tiempo que la inflación ha tendido a mantenerse en línea con lo previsto, y ello pese al fuerte encarecimiento de las materias primas durante el último año. Las tasas de interés a largo plazo también se han situado sistemáticamente por debajo de los niveles anticipados. Dado que los errores de predicción suelen ser bastante recurrentes, cabría esperar con cierta confianza que continúen las buenas noticias. Sólo respecto a los desequilibrios del comercio mundial ha resultado la realidad mucho peor de lo esperado, pero incluso en este caso y como ya se comentó en la Introducción de este Informe Anual, se observan indicios de mejora.

Sin embargo, no es difícil identificar incertidumbres que podrían desbaratar esta previsión de corto plazo o que podrían producir resultados menos favorables en el largo plazo. Más adelante se identifican y analizan algunos de estos aspectos por separado, aunque bien podrían estar interrelacionados. Como se describirá en la siguiente sección, quienes más atención prestan a estas interrelaciones suelen señalar las condiciones financieras acomodaticias como el hilo conductor entre estas fuentes de inquietud.

Una primera incertidumbre está relacionada con el posible repunte de la inflación mundial y, potencialmente, de las expectativas de inflación. Las estimaciones de la brecha de la capacidad productiva en la mayoría de los principales países industriales indican que éstos se están aproximando al límite de su capacidad potencial o bien ya lo han alcanzado. Las presiones desinflationistas procedentes de las economías emergentes también parecen estar reduciéndose debido a las extraordinarias tasas de crecimiento económico interno en algunos casos. En China en concreto, en los últimos meses se ha hecho cada vez más evidente que las medidas para frenar la economía aún no han surtido efecto. En parte como consecuencia de ello, las constantes y pronunciadas subidas de los precios mundiales de la energía y otras materias primas no dan muestras de estar remitiendo, y comienza a cuestionarse la capacidad de las empresas para seguir compensando esos mayores costes mediante ahorros en otras áreas. Por último, muchos consideran igualmente preocupante el hecho de que los agregados monetarios y crediticios también hayan crecido muy rápidamente, en particular en países como China, que intervienen en los mercados cambiarios para frenar la apreciación de su moneda.

Teniendo en cuenta el papel aún clave de Estados Unidos en la economía mundial, a corto plazo preocupa el posible impacto inflacionario de los aumentos salariales y descensos de productividad cíclicos. Además, es necesario tener en cuenta dos consideraciones a medio plazo. En primer lugar, la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres por arrendamiento ha alcanzado un máximo histórico. A menos que la vivienda se abarate significativamente, la normalización de esa relación entrañaría un eventual encarecimiento de los alquileres, que impactaría de lleno en el IPC registrado. Además, si se quieren corregir los desequilibrios comerciales mundiales, podría requerirse una depreciación adicional y tal vez sustancial del dólar. Hasta ahora, los menguantes márgenes de los importadores estadounidenses, unidos a incrementos de la productividad, han bastado para

contener el traslado de esta depreciación del dólar a los precios, pero aún está por ver si así seguirá ocurriendo.

Desde este prisma, la reciente desaceleración de la economía estadounidense debe considerarse positiva. Sin embargo, conforme avanzaba 2006, comenzó a temerse que esta desaceleración pudiera llegar a ser «demasiado» positiva. La atención de los mercados financieros se centró en un primer momento en el mercado estadounidense de hipotecas a prestatarios de baja calidad crediticia, pero la cuestión subyacente va mucho más allá. La tasa de ahorro de los hogares de Estados Unidos se situó temporalmente en números rojos, ya que el lento crecimiento de los salarios no proporcionó el respaldo necesario al notable incremento del gasto de consumo y de inversión en vivienda. Las facilidades para obtener crédito, sobre todo hipotecario, alentaron tanto mayores niveles de endeudamiento como un aumento en los precios de la vivienda. A su vez, dicha revalorización proporcionó las garantías necesarias para justificar más préstamos, así como la percepción de un incremento de la riqueza que justificaba incurrir en mayores gastos.

La preocupación reside en que esta situación pueda dar un giro de 180 grados. Los niveles de servicio de la deuda ya son elevados y las tasas de interés de los préstamos hipotecarios podrían subir aún más. Bastaría con que el precio de la vivienda dejara de aumentar —algo que de hecho puede haber ocurrido ya— para que se redujera tanto el recurso al crédito como la sensación de confianza derivada de incrementos de la riqueza. Asimismo, si el sector de la construcción comienza a reducir puestos de trabajo como repuesta a una mayor caída en el número de viviendas iniciadas, entonces los ingresos salariales, la seguridad laboral y los niveles de confianza podrían verse aún más afectados. Si también se contrajera la inversión empresarial, ya inexplicablemente baja teniendo en cuenta los elevados beneficios y el bajo coste de financiación, esto podría sentar las bases de una desaceleración mayor, y tal vez nada deseable, de la economía estadounidense.

Siendo éste el riesgo, no debe olvidarse que en Estados Unidos el endeudamiento de los hogares expresado en porcentaje de la renta familiar lleva décadas elevándose, sin que ello haya comprometido seriamente la confianza de los consumidores. El gasto de consumo también podría verse impulsado por incrementos salariales más rápidos. La participación de los salarios en el PIB se encuentra en niveles secularmente bajos y podría repuntar. Además, Estados Unidos se halla en esa «fase final» del ciclo en la que el desempleo es bajo y la remuneración normalmente tiende a incrementarse. No obstante, esa posibilidad también podría acarrear consecuencias indeseables. Como se ha mencionado antes, las presiones inflacionistas podrían aumentar o, si las exigencias salariales hicieran mella en los márgenes de beneficio de las empresas, las expectativas sobre los mercados bursátiles podrían verse defraudadas, con posibles implicaciones tanto para los precios de los activos como para la inversión empresarial.

Si la desaceleración de la economía estadounidense fuera sustancial, la pregunta clave sería cómo se verían afectadas otras economías. Por un lado, la demanda interna se ha afianzado recientemente en la zona del euro y en Japón, así como en algunas economías de mercado emergentes. Además,

a diferencia de la desaceleración ligada al sector de tecnología informática (TI) de finales del siglo pasado, no se ha producido un auge industrial sincronizado que pudiera desplomarse repentinamente a escala internacional. La continuidad del crecimiento mundial también viene respaldada por la decreciente proporción de las exportaciones hacia Estados Unidos en un contexto de incremento del comercio internacional.

Por otro lado, tanto en Alemania como en Japón, la reactivación de la demanda interna se ha materializado de forma abrumadora en inversión empresarial, impulsada a su vez por la vigorosa demanda de exportaciones. Lo mismo puede decirse de China, cuyo primer ministro Wen Jiabao ha tachado la tasa de crecimiento económico de «inestable, desequilibrada, descoordinada e insostenible». Además, aun cuando no exista un ciclo económico sincronizado, la confianza de los empresarios de todo el mundo podría verse afectada por una acusada corrección en Estados Unidos. Si bien las exportaciones directas a este país pueden haber disminuido en porcentaje del total mundial, un componente principal de este último ha consistido en importaciones destinadas al ensamblaje en China. En este sentido, la exposición indirecta de numerosas economías asiáticas a un menor crecimiento estadounidense aún podría ser significativa. Por último, conviene reseñar que Estados Unidos no es en modo alguno el único país que depende del consumo basado en endeudamiento, ya que algunos países presentan incluso tasas de ahorro de los hogares muy negativas, lo que constituye una vía adicional de contagio potencial.

A las incertidumbres a corto plazo sobre la inflación y el crecimiento hay que añadir distintas preocupaciones a medio plazo, en particular los persistentes y sustanciales desequilibrios comerciales mundiales. ¿Es éste un problema que requiera una respuesta en forma de políticas para reducir la probabilidad de eventuales oscilaciones considerables y tal vez bruscas de los tipos de cambio? ¿O puede más bien conjeturarse que en el futuro próximo podrá seguir recurriéndose a las entradas de capital para financiar estos déficits, en condiciones no excesivamente diferentes de las actuales?

Los países con elevados déficits comerciales suelen ser aquéllos cuya demanda interna ha crecido relativamente rápido y cuyas tasas de interés son por tanto relativamente altas. En principio, la moneda de esos países debería depreciarse, permitiendo con ello que los déficits externos se redujesen a medida que la demanda interna comenzase a aminorar bajo la influencia de tasas de interés más altas. En la práctica, desafortunadamente, estas tasas relativamente elevadas a menudo atraen entradas de capital privado de tal magnitud que provocan la apreciación de la moneda (en vez de su depreciación) y subidas de precios de los activos nacionales, lo que a su vez alienta el gasto (en vez de reducirlo). Ambas circunstancias producirían un empeoramiento adicional del déficit comercial. Algo así ocurrió en Estados Unidos hasta 2001, y de hecho la segunda circunstancia aún continúa presente. Además, en los últimos años se han producido una serie de variaciones en el contexto de este proceso de *carry trade*, con efectos aún más drásticos para economías pequeñas como Nueva Zelanda y algunos países de Europa central y oriental. En muchos casos, incluidos algunos países cuyas variables económicas

fundamentales han mejorado significativamente, ha crecido el temor a que una reversión brusca de dichos flujos de capital pudiera complicar de forma notable la gestión macroeconómica.

La naturaleza del déficit estadounidense es muy peculiar, debido principalmente al papel del dólar como moneda de reserva. Así, la significativa reducción a partir de 2001 de las entradas de capital del sector privado quedó compensada por los inlfujos de fondos públicos, por lo que al final tan sólo se produjo una depreciación gradual del dólar, que aunque tuvo la ventaja de ser bastante manejable, la desventaja es que no se ha producido una reducción apreciable del déficit comercial estadounidense. Si a esto añadimos el progresivo deslizamiento de la cuenta de servicios de la balanza de pagos hacia el déficit y la creciente magnitud de la posición deudora externa, el dólar sigue siendo claramente vulnerable a una pérdida de confianza repentina del sector privado y a los previsibles incrementos de las primas de riesgo en los mercados financieros. Aunque hasta cierto punto esto sería positivo como parte del proceso de ajuste externo, también podría agravar al mismo tiempo tanto las presiones inflacionistas a corto plazo como los riesgos de una corrección más grave.

La fiabilidad de las entradas procedentes del sector público también se ha vuelto más incierta, al menos por dos motivos. En primer lugar, países distintos de Estados Unidos podrían mostrarse cada vez más dispuestos a reducir sus intervenciones en los mercados de divisas y permitir que sus monedas se revalorizaran, entre otras razones por el deseo de limitar las eventuales pérdidas de una exposición creciente al riesgo cambiario. Otro motivo, probablemente más importante, son las crecientes señales de distorsiones internas asociadas con la intervención cambiaria y con políticas monetarias permisivas cuyo efecto ha sido mantener bajos los tipos de cambio. Las autoridades de China, Japón y una serie de países productores de materias primas ya han expresado públicamente su gran preocupación por las excesivas inversiones de capital y las posibles ineficiencias al asignar recursos en sus respectivos países. Además, como ya se ha mencionado, en algunos países se están intensificando las presiones inflacionistas y la esterilización parece ser cada vez más difícil.

La segunda amenaza potencial es que los titulares de grandes carteras de reservas comenzaran a reducir su proporción de reservas nuevas denominadas en dólares estadounidenses. Por un lado, el principio de la paridad de interés no cubierta implica que, en un horizonte temporal suficientemente amplio, los rendimientos no aumentarían con esa estrategia, lo que iría en contra del reequilibrio en carteras mantenidas aún principalmente en dólares. Por el otro, la varianza de esos rendimientos, medida en moneda local, podría reducirse si las divisas que componen la cartera se eligieran con ese objetivo en mente. Aún está por ver si la preocupación por la variabilidad de los rendimientos sería motivo suficiente para reducir de forma significativa el porcentaje de reservas de dólares y si esta clase de actuaciones oficiales afectaría sustancialmente a los tipos de cambio, siempre que el sector privado no siguiera esta línea de forma generalizada. Lo que es más seguro es que los gestores de reservas, a medida que vayan centrándose más en maximizar

los rendimientos, se sentirán atraídos por las monedas de aquellos países que les proporcionen acceso fácil al capital accionario y a otros instrumentos que les permitan alcanzar ese objetivo.

El último grupo de preocupaciones a medio plazo está relacionado con vulnerabilidades potenciales de los mercados financieros y sus posibles repercusiones en las instituciones financieras. Tal y como se mencionó en la Introducción, los precios de casi todos los activos han mostrado una tendencia al alza casi ininterrumpida desde mediados de 2003. Para algunos analistas, no resulta difícil identificar razones plausibles que justifiquen los aumentos de precio de determinados activos y que, por lo tanto, incrementen la probabilidad de que se mantengan. Por ejemplo, los diferenciales de riesgo soberano tan estrechos son congruentes con claras mejoras en materia de buen gobierno y política macroeconómica en numerosos países. Las primas comparativamente reducidas que se exigen a la deuda corporativa de alto riesgo reflejan los altos beneficios y las bajas tasas de incumplimiento de los últimos años. Las primas por plazo sorprendentemente bajas podrían ser el resultado de la ausencia de volatilidad que desde hace un tiempo vienen registrando las principales variables macroeconómicas. Los precios de las materias primas y de las obras de arte reflejan la nueva demanda procedente de mercados de reciente emergencia, al tiempo que el encarecimiento de la vivienda prácticamente a escala mundial puede atribuirse a la reducción de las tasas hipotecarias a largo plazo.

Sin embargo, dada la dificultad que entraña hacer valoraciones a largo plazo, también podría sugerirse que la reacción del mercado a las buenas noticias tal vez haya sido «irracionalmente exuberante». Parece existir una tendencia natural en los mercados a que los éxitos pasados conlleven un aumento de la asunción de riesgo, del apalancamiento, de la financiación, de los precios, de las garantías y, con ello, que se asuma más riesgo. En los últimos años todo lo anterior se ha manifestado en episodios intermitentes de volatilidad financiera cada vez más breves. La capacidad de recuperación de los mercados ante sucesivas perturbaciones parece haber extendido la idea de que unos precios más bajos constituyen una oportunidad de compra. El peligro de esos procesos de mercado endógenos es que al final pueden —y de hecho deben— revertirse en caso de una sobrevaloración de los fundamentos sobre los que se asientan las valoraciones. Además, si se agotase la liquidez y aumentasen las correlaciones entre los precios de los activos, preocuparía que los precios también pudieran sobrereaccionar a la baja, algo que ya se ha producido antes en numerosas ocasiones.

La pregunta obvia entonces es quién podría resultar perjudicado si los acontecimientos tomaran ese curso. Los grandes bancos comerciales y de inversión parecen estar bien capitalizados y muchos han estado cosechando beneficios récord, al tiempo que se han interesado como nunca por la gestión del riesgo. No obstante, los mercados ya deben de haber identificado algún motivo de preocupación, pues los CDS (*swaps* de incumplimiento crediticio) de algunos de los emisores más conocidos han estado cotizando recientemente con primas por riesgo superiores a las que les corresponderían por sus calificaciones crediticias. Un área de preocupación está relacionada con

el riesgo de mercado y el apalancamiento. Los balances han crecido significativamente, e incluso las medidas del valor en riesgo han permanecido constantes pese al descenso sustancial de la volatilidad registrada. Otro posible temor, ligado a la estrategia de «originar y distribuir» el riesgo, es que los originadores se vieran con una cantidad ingente de activos que se depreciaran durante periodos turbulentos. En este sentido, no es buena señal que los bancos, además de conceder préstamos puente, se presten ahora cada vez más a participar de forma transitoria en el capital de empresas (capital puente) para apoyar el aún creciente número de fusiones y adquisiciones empresariales. Otra preocupación estrechamente ligada a lo anterior radica en la posibilidad de que los bancos hayan mantenido, intencionadamente o no, un alto nivel de riesgo crediticio en sus balances.

Suponiendo que los grandes bancos hayan conseguido distribuir más ampliamente el riesgo inherente a los préstamos que han concedido, falta por saber quién detenta ahora esos riesgos y si podrán gestionarlos adecuadamente. Lo cierto es que la respuesta definitiva a estos interrogantes aún no la sabemos. Gran parte del riesgo se ha incorporado a diversas clases de títulos garantizados por activos, cada vez más complejas y opacas. Esos títulos han sido adquiridos por toda una serie de bancos más pequeños, fondos de pensiones, compañías de seguros, *hedge funds*, otros tipos de fondos e incluso particulares, que se han animado a invertir alentados por las calificaciones generalmente altas concedidas a tales instrumentos. Lamentablemente, dichas calificaciones reflejan tan sólo las pérdidas crediticias esperadas y no la probabilidad, inusualmente alta, de que se produzcan acontecimientos muy infrecuentes pero que podrían afectar sobremanera a los valores de mercado. Los *hedge funds* podrían ser los más expuestos, dado que muchos de ellos han tendido a especializarse en comprar las variantes más arriesgadas de estos instrumentos, por lo que su apalancamiento implícito puede ser muy alto.

Por definición, no es posible combinar todas estas incertidumbres y formular una predicción concreta. Antes bien, si se considera que los diversos resultados posibles podrían interactuar de diferentes formas, dichas interacciones podrían materializarse en una miríada de escenarios distintos. No obstante, debe advertirse que en cada tipo de preocupación subyace un factor común: las condiciones financieras tan acomodaticias mencionadas en la Introducción. Por más que esta observación no ponga en tela de juicio las previsiones de consenso *per se*, debiera servir al menos para recordar que acontecimientos poco probables pero con una repercusión potencialmente enorme para la economía mundial pueden llegar a acarrear en algún momento costes mucho mayores de lo que normalmente se supone.

Retos para la formulación de una política de respuesta

Los bancos centrales se enfrentan a una serie de difíciles e importantes preguntas, para las que no existen respuestas de antemano. La primera tiene que ver con el papel que deben desempeñar los agregados monetarios y crediticios en la formulación de la política monetaria. La segunda, muy

relacionada con la anterior, es si, suponiendo que puedan producirse ciclos de auge y desaceleración ocasionales provocados por el crédito, el sector público debería prevenir la acumulación de desequilibrios o simplemente reaccionar ante ellos a posteriori.

Por lo que respecta a la primera cuestión, cabe identificar tres escuelas de pensamiento, cada una de ellas con al menos algunos adeptos en la mayoría de los bancos centrales. Una primera escuela enfatiza los efectos a corto plazo sobre la inflación de las «brechas» entre la oferta y la demanda agregadas, y atribuye en buena medida las tendencias de la inflación a más largo plazo a las expectativas sobre estas brechas. Por lo general, este grupo considera menos importante el papel de los agregados monetarios y crediticios. Una segunda escuela concede más importancia a la influencia de la evolución monetaria sobre las tendencias de inflación a más largo plazo. En la práctica, esto implicaría mantener el énfasis en la influencia que ejercen sobre la inflación las brechas entre la oferta y la demanda, pero contrastando sistemáticamente con los datos monetarios sus consecuencias para las políticas. Por último, una tercera escuela atribuye también gran importancia a la evolución monetaria, pero sobre todo a la crediticia, aunque por razones diferentes. Los partidarios de esta escuela se inquietan cuando ven crecer con rapidez los agregados mientras suben los precios de los activos, máxime si también se observan desviaciones sustanciales y sostenidas de los patrones de gasto respecto a la norma. Admiten que el resultado a medio plazo podría ser inflación creciente, aunque temen bastante más que un ciclo de auge y desaceleración pudiera tener costes económicos significativos, que a la larga podrían incluir la indeseable deflación.

Tanto la experiencia histórica como las modas intelectuales han influido en estas divergencias. Los defensores de la primera escuela aducirían que las previsiones de inflación basadas en la metodología de las brechas han demostrado ser razonablemente exactas en numerosos países y durante muchos años. Su rechazo a conceder al dinero cualquier función más formal se debe en parte al fallido experimento «monetarista» de los años 70, pero también al fracaso de las estimaciones econométricas a la hora de establecer relaciones estables de causalidad con la inflación en sus países. Los defensores de la segunda escuela de pensamiento argumentarían que su creencia en un nexo entre dinero e inflación está bien enraizada en la teoría. Más aún, el Deutsche Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza plasmaron durante décadas esa opinión en eficaces políticas antiinflacionistas. En la tercera escuela influyeron no sólo la teoría del ciclo económico previa a la Segunda Guerra Mundial, sino también la tortuosa experiencia de auges y desaceleraciones a que se hacía referencia anteriormente.

Aunque las modas pasan, la influencia de la segunda y tercera escuelas parece haber ido en aumento. En los últimos años, algunos bancos centrales, al elevar las tasas de interés oficiales, han hecho referencia a las inquietudes derivadas del intenso crecimiento del crédito y de los precios de los activos. Otros bancos centrales han anunciado su intención de ampliar el horizonte temporal habitual de sus políticas para poder evaluar mejor todos los posibles efectos derivados de las mismas. Por último, en casi todos los bancos centrales

se oye hablar de «normalización» de las tasas de interés oficiales, un concepto que implica por lógica que la idoneidad de las políticas no puede juzgarse únicamente atendiendo a su impacto a corto plazo.

Tras este cambio se encuentra una serie de influencias. En todas partes se ha hecho más difícil prever la inflación a partir de las metodologías tradicionales, por lo que los bancos centrales buscan ahora nuevas guías, como el uso de agregados monetarios y crediticios. De hecho, los estudios elaborados por algunos bancos centrales han identificado recientemente lo que parece ser una relación fiable entre sus agregados monetarios y la inflación para periodos prolongados. Además, con el paso del tiempo, las nuevas crisis y los análisis más exhaustivos de las anteriores han proporcionado evidencia empírica con la que respaldar los argumentos concretos que despiertan preocupación en el caso de la tercera escuela. Por último, a medida que ha ido constatándose que la economía mundial se caracteriza por numerosos desequilibrios y por el aplanamiento de la curva de Phillips a corto plazo, también se han revisado al alza las pérdidas económicas potenciales de una nueva etapa contractiva. En suma, cualquier equivocación en las políticas aplicadas tiene ahora mayores consecuencias. Todos estos factores han fomentado el debate e incluso han llegado a propiciar cambios de parecer.

Una segunda pregunta, para la que caben diversas respuestas, es cuál es la mejor manera de lidiar con el aparente carácter procíclico del sistema financiero. ¿Deberían adoptarse en ocasiones políticas restrictivas en la fase expansiva del ciclo, incluso en ausencia de presiones inflacionistas? Y, en tal caso, ¿cómo? ¿O deberían más bien aplicarse políticas más expansivas en la subsiguiente fase contractiva? Y, si fuera así, ¿cómo? O bien, en vista de las lagunas de comprensión y las limitaciones de cada uno de los instrumentos de política de que se dispone, ¿no sería mejor hacer ambas cosas a la vez, utilizando para ello diversos instrumentos de forma simultánea? Ante la imposibilidad de dar marcha atrás en el proceso de desregulación de los mercados financieros, algo que acabaría por crear numerosas ineficiencias perjudiciales, esta manera más pragmática de afrontar el carácter procíclico del sistema financiero podría resultar muy recomendable.

El principal argumento a favor de una política monetaria más restrictiva en la fase ascendente del ciclo es que moderar los excesos en el comportamiento económico y financiero contendría los costes en la fase de corrección. Por supuesto, este enfoque conlleva ciertas dificultades de orden práctico. ¿Cómo pueden las autoridades económicas determinar que los desequilibrios se están acumulando hasta el punto de hacer necesaria su actuación? ¿Qué grado de restricción sería necesario para moderar la euforia del mercado? ¿Podrían las medidas adoptadas dañar seriamente a sectores de la economía a los que no hubiera afectado esa euforia? Esos interrogantes se han planteado con toda razón en repetidas ocasiones en relación con los obstáculos que tendrían que salvar los bancos centrales si se fijaran como objetivo los precios de los activos. Pero no es eso lo que aquí se sugiere. Se trata más bien de reaccionar cuando distintos indicadores —no sólo los precios de los activos, sino también el crecimiento del crédito y los patrones de gasto— se comporten

simultáneamente de un modo que sugiera un incremento del riesgo. En principio, semejante configuración de sucesos sería más infrecuente y fácil de identificar. Es más, cuanto más se extendiese la euforia, menos preocuparía que una política más restrictiva pudiera tener efectos secundarios en sectores hasta entonces no afectados.

Dicho esto, las economías pequeñas —y cada vez más las que no lo son tanto— abiertas tendrán especiales dificultades con esta recomendación si sus tasas de interés relativamente altas atraen grandes flujos de capitales. Éstos, a su vez, pueden generar pronunciadas apreciaciones de los tipos de cambio, así como condiciones internas de crédito más acomodaticias, en vez de menos. Ambas circunstancias pueden exacerbar durante algún tiempo los desequilibrios subyacentes que inquietan a las autoridades económicas, como recientemente sucedió en Nueva Zelandia y Tailandia. Una respuesta deseable podría ser una política fiscal más restrictiva, pero si ésta sólo lograra incrementar la confianza en el país, podría acabar atrayéndose aún más capital. En cualquier caso, tal medida no siempre resulta fácil de aplicar a nivel político, pues el incremento inesperado de la recaudación impositiva asociado con esas fases expansivas suele hacer que, para empezar, la posición fiscal del Gobierno parezca excesivamente conservadora. A más largo plazo, la recurrencia de dificultades de este tipo podría llevar a cuestionar la viabilidad de algunas monedas menos importantes. De hecho, algo así ocurrió en Europa cuando se relajaron las restricciones sobre los flujos internacionales de capitales en la década de los 80.

Ante dificultades extremas de este tipo, varias economías más pequeñas han recurrido a medidas administrativas para fomentar la restricción del crédito. Se ha experimentado con diversas formas de control de capitales, mayores requerimientos de reservas bancarias, cambios en la ponderación de los riesgos, relaciones préstamo/valor menores y otras medidas, aunque sin demasiado éxito. En cualquier caso, todas las disposiciones administrativas de ese tipo suelen incitar a la evasión con el paso del tiempo.

No obstante, aun reconociendo estas dificultades prácticas, los costes que podrían derivarse de los problemas subyacentes resaltan la necesidad de que las autoridades monetarias y reguladoras nacionales cooperen en el futuro de modo más sistemático de lo que ha sido habitual hasta ahora. Basándose preferiblemente en información mejor que la actual sobre la exposición al riesgo de los hogares, del sector empresarial y de los bancos, debería alcanzarse un acuerdo a priori sobre qué podrían hacer las respectivas autoridades económicas para mitigar los riesgos asociados a un aumento de dicha exposición. Incluso en algunos casos las dificultades exigirían mayor cooperación internacional, no sólo nacional. Considérese el ejemplo de Europa central y oriental, donde la mayor parte del crédito concedido procede de bancos comerciales con sede en Europa occidental. Casi ninguno de ellos incurre en riesgos significativos en términos de capital, mientras que para los países que reciben los préstamos no cesa de aumentar el riesgo macroeconómico.

En vista de todas estas dificultades asociadas a las medidas preventivas, no es de sorprender que exista también una segunda escuela de pensamiento,

que básicamente da por sentado que las correcciones se producirán, pero defiende que sus costes pueden moderarse significativamente aplicando a continuación una vigorosa política monetaria de corte expansivo. De hecho, convendría tener presente que este enfoque se ha utilizado en repetidas ocasiones en los últimos 20 años, sin ir más lejos en 2001, y parece haber funcionado relativamente bien en muchos casos.

Pero este segundo enfoque también tiene sus limitaciones. La primera es que podría no dar resultado siempre. Tómese el caso de Japón como ejemplo del intento por «empujar una cuerda». ¿Resulta creíble que 15 años de pobres resultados económicos partieran de la incapacidad del Banco de Japón para aplicar con suficiente agresividad políticas más expansivas en 1991? En honor a la verdad, las tasas de interés oficiales japonesas se rebajaron entonces con rotundidad, al igual que ocurrió en Estados Unidos en 1930, con resultados limitados en ambos casos. En cuanto a Japón, una explicación más plausible del estancamiento sería el hecho de que el límite inferior de cero para las tasas de interés oficiales resultó ser una restricción considerable, y que el exceso de inversión y la acumulación de deuda en los momentos de bonanza económica lastraron con fuerza la economía durante muchos años.

Si bien el recurso a tasas de interés más bajas para sostener la demanda puede resultar sensato, también puede tener efectos secundarios no deseados si se mantiene demasiado tiempo. Por el lado de la oferta, las tasas de interés por debajo del punto de equilibrio en la práctica transfieren riqueza de los acreedores a los deudores, lo que con el tiempo disminuye las tasas de ahorro y el potencial económico. Si se permite la supervivencia de empresas «zombi», es probable que los continuos excesos de capacidad productiva mermen los beneficios y la viabilidad de otras empresas. Por el lado financiero, las favorables condiciones crediticias pueden alentar fusiones y adquisiciones, como se ha visto recientemente. Aparte de que la historia muestra que esas operaciones a menudo no aportan el valor esperado, el temor a ser objeto de adquisición podría acabar conduciendo a un mayor endeudamiento del sector empresarial para protegerse ante tal eventualidad. Dentro del sector financiero, la búsqueda de rentabilidad podría fomentar comportamientos imprudentes. Todos estos factores terminan por hacer a la economía más vulnerable a las perturbaciones. En efecto, solucionar el problema actual de demanda insuficiente mediante la aplicación sostenida de una política monetaria acomodaticia puede sembrar el terreno para que se produzcan problemas mucho más serios en el futuro.

De estas reflexiones se infiere que afrontar los problemas con inyecciones de liquidez debe, como mínimo, complementarse con medidas más concretas y fundamentales para reducir el exceso de endeudamiento y las inversiones no rentables procedentes del período anterior. Las empresas con dudosa capacidad de supervivencia deberían cerrarse con prontitud, asumiendo sus accionistas y directivos el coste asociado y dejando vía libre a otras empresas para buscar usos alternativos a los recursos restantes. Más aún, si con ello el sistema bancario se viera seriamente afectado, debería reestructurarse conforme a los principios razonables tan claramente enunciados en respuesta a la crisis de los bancos nórdicos a principios de los años 90.

Otra complicación, sobre todo en el caso de las economías de mercado emergentes, radica en que tal reestructuración requiere un conjunto de capacidades de las que carecen muchos países. Los contables, tasadores, abogados y expertos en insolvencias suelen escasear y en algunos países los procedimientos legales aún no están suficientemente desarrollados como para garantizar soluciones rápidas y definitivas, sea por vía judicial o extrajudicial. No es difícil imaginar que en algunos países estas deficiencias podrían fomentar en gran medida la permisividad en caso de crisis futuras. Evidentemente, debería prestarse atención a este asunto sin dilación, ya que rectificar esas deficiencias sin duda llevará tiempo. Es cierto que en la actualidad grandes empresas financieras de países industriales avanzados intentan solucionar tales problemas formando equipos de expertos en resoluciones y quiebras. También van ganando protagonismo los llamados «fondos de rapiña», aunque aún está por ver si esto debe ser motivo de consuelo o de preocupación.

¿Hacia dónde deberían orientarse ahora las políticas?

Una vez enunciadas algunas incertidumbres que afectan a las perspectivas económicas y financieras y que complican la elección de la mejor política para darles respuesta, se presenta una realidad ineludible: aún es necesario utilizar las políticas, y hacerlo mirando al futuro. Por suerte, la actual confluencia de circunstancias permite aventurar algunas recomendaciones en este sentido. A grandes rasgos, se trata de aprovechar la coyuntura actual claramente positiva con el fin de prepararse para un futuro que será, por definición, más incierto.

En lo que respecta a las políticas monetarias, tanto quienes se inquietan por la inflación a corto plazo como quienes lo hacen por una acentuación de los desequilibrios a medio plazo verían con buenos ojos una política más restrictiva. Las presiones inflacionistas parecen estar aumentando globalmente y, además, hay indicios de que siguen acumulándose diversos desequilibrios prácticamente en todas las regiones. Para aquellos a quienes preocupa el incremento de las presiones inflacionistas, las economías con déficits externos —sobre todo los más abultados— deberían en principio asumir su especial responsabilidad para contribuir a moderar el crecimiento de la demanda mundial. Quienes se inquietan por los desequilibrios y la asignación ineficiente de recursos deberían reconocer que China parece registrar una brecha especialmente amplia entre sus tasas de interés efectivas y la tasa «normal» determinada por el crecimiento potencial de su economía.

Japón ha estado soportando continuas presiones bajistas sobre los precios, aunque éstas reflejan cada vez más las perturbaciones positivas por el lado de la oferta ocurridas en otras latitudes. Este hecho, junto con las seculares mejoras en los niveles de endeudamiento y de morosidad empresarial, implica que la probabilidad de que se produzca una peligrosa espiral deflacionista se ha reducido considerablemente. El hecho de que la economía parezca crecer con vigor y que las salidas de capital desde Japón puedan estar perjudicando a otros países refrenda el argumento de que el Banco de Japón debe seguir normalizando sus tasas de interés gradualmente.

Las consideraciones tanto de corto como de medio plazo deberían guiar también la política fiscal en la misma dirección. Unas políticas fiscales más restrictivas podrían contribuir a moderar el crecimiento mundial de la demanda, aunque no debe olvidarse que estos ajustes podrían no afinarse lo suficiente. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit y la deuda pública de numerosos países se han descrito como preocupantemente altos. Más aún, los países con «déficits gemelos», fiscal y externo, podrían salir muy beneficiados si adoptaran medidas adicionales de consolidación fiscal. De este modo podrían reducirse las primas por riesgo, la probabilidad de salidas de capital desestabilizadoras en caso de producirse un revés económico en el futuro y, por supuesto, el consiguiente riesgo de movimientos bruscos en los mercados de divisas.

Aunque, en general, las grandes economías con sistemas de tipos de cambio flexibles deberían seguir permitiendo que éstos fluctúen libremente, la continua pérdida de valor del yen frente a otras divisas sugiere que se está produciendo alguna anomalía. Unas políticas monetarias más restrictivas ayudarían a corregir esta situación, pero el problema subyacente parece ser el exceso de convicción entre los inversionistas de que no se permitirá que el yen se fortalezca de manera significativa. Como contrapeso, los inversionistas deberían considerar el episodio acaecido en otoño de 1998, cuando el yen se apreció más del 10% respecto al dólar en apenas dos días, causando considerables pérdidas a los inversionistas en operaciones de *carry trade*.

También debería existir mayor voluntad para permitir que se aprecie el renminbi, incluso reconociendo los monumentales retos internos que ello acarrearía para las autoridades chinas. Este cambio de actitud permitiría asimismo que las monedas asiáticas se apreciaran más frente al dólar estadounidense, lo que una vez más contribuiría a reducir los desequilibrios comerciales a nivel mundial. Aunque en China hay quienes creen que los recientes problemas de Japón se deben a que se permitió la apreciación del yen a finales de los años 80, esta interpretación es incorrecta. De hecho, el terreno de la desaceleración japonesa se sembró en la desenfadada expansión monetaria previa, diseñada para mantener bajo el valor del yen. Además, dadas las recientes tasas de expansión del crédito, los incrementos en el precio de los activos y las inversiones masivas en industria pesada, la economía china también parece estar dando muestras de síntomas muy similares que no hacen sino inquietar.

Las pujantes condiciones económicas y financieras actuales también deberían apuntalar reformas estructurales que potenciarían el crecimiento en todo el mundo. Quizá el mayor reto relacionado con la economía real sea facilitar la transición hacia servicios no comerciables en países que actualmente presentan un superávit comercial, en particular China y Japón. Por la misma razón, también es necesario un giro hacia bienes y servicios comerciables en Estados Unidos para ayudar a reducir su déficit por cuenta corriente.

El problema en estos momentos es que la asignación de recursos en estos tres países ha estado yendo resueltamente en la dirección equivocada. En China y Japón, la inversión está aún muy centrada en los mercados de exportación. Además, si se produjera una perturbación económica que

afectara a la región asiática, posiblemente aumentaría aún más el recurso a los mercados de exportación para mantener el crecimiento del empleo, con lo que se exacerbaría la amenaza que representan las crecientes presiones proteccionistas en países occidentales, que son ya bastante considerables. En Estados Unidos, ha sido la reciente inversión masiva en vivienda la que ha resultado indeseable desde el punto de vista del ajuste externo. La vivienda es el bien no comerciable, no fungible y duradero por excelencia. Por ello, para lograr la necesaria reasignación de capital y mano de obra en los países afectados, el efecto de las oscilaciones de los tipos de cambio sobre los precios debería ser significativamente mayor de lo habitual.

En cuanto a la evolución del sector financiero, incluso aunque fuera posible, sería a todas luces indeseable deshacer los cambios que se han producido durante las últimas décadas en los países industriales avanzados. No obstante, podría existir mayor escepticismo sobre algunos de los supuestos beneficios relacionados con la existencia de nuevos actores, instrumentos y modelos de negocio, en particular, el enfoque de «originar y distribuir» riesgo ahora tan extendido. Estos desarrollos brindan claros beneficios, pero también podrían tener efectos secundarios, con sus correspondientes costes. En las economías de mercado emergentes, es fundamental que la liberalización vaya precedida de cambios estructurales que permitan a los sistemas financieros reaccionar ante perturbaciones tanto internas como externas. Aunque ya se ha avanzado bastante en esa dirección, aún queda mucho por hacer.

Para concluir, cabe destacar que las autoridades económicas nacionales siempre han afrontado el reto de responder a las perturbaciones externas, que en el mundo en el que vivimos, tan globalizado y regido por las fuerzas del mercado, se han hecho más importantes si cabe. Además, por esos mismos motivos, las actuaciones de las autoridades económicas a nivel interno tienen un impacto externo cada vez mayor. Estas interacciones se producen en las épocas de bonanza económica, pero tal vez se hacen más visibles en las épocas difíciles, cuando los esfuerzos de muchas de estas autoridades nacionales deben encauzarse para resolver problemas internacionales con el menor coste posible. Aunque la cooperación internacional ha mejorado en ciertos ámbitos, las estructuras políticas e institucionales no han sido capaces de seguir el ritmo de la cambiante realidad mundial. Aún persiste una tendencia demasiado acusada a que las autoridades nacionales actúen en solitario y a que el diálogo internacional se quede en papel mojado. Éste no es sino otro desequilibrio global al que debe hacerse frente con urgencia.