

## VIII. Conclusión: cambio, incertidumbre y diseño de políticas

No puede negarse la sensación de alivio que han proporcionado los recientes anuncios de datos más favorables para el crecimiento económico, en especial —pero no de forma exclusiva— los de Estados Unidos. Cabe recordar que, hace menos de un año, algunas economías parecían estar rozando la deflación y los responsables de las políticas económicas estaban considerando activamente sus opciones para el caso de que ésta llegase a materializarse. Apenas un año después, la situación es muy diferente. En la actualidad, las expectativas de consenso apuntan a un crecimiento estable y prácticamente no inflacionario, si bien siguen sujetas a un creciente grado de incertidumbre geopolítica. A su vez, las políticas económicas han comenzado a centrarse en hallar la estrategia de salida más eficaz a las políticas extremadamente expansivas adoptadas en el pasado inmediato.

No resultará sencillo calibrar los efectos de este cambio de políticas. El panorama económico ha experimentado importantes modificaciones en los últimos años y, de hecho, aún continúa conformándose. Los avances tecnológicos han consolidado unas perspectivas de mayor crecimiento y menor inflación, tendencias ya visibles en Estados Unidos. La apertura al comercio de gigantes como China y la India ofrece oportunidades de beneficio similares, tanto para sus propias poblaciones como en ámbitos más amplios. Al mismo tiempo, esos avances conllevan importantes ajustes estructurales, también en la población activa de los países industrializados. La elaboración de estimaciones precisas sobre el nivel de crecimiento potencial o de pleno empleo presenta ahora una mayor dificultad, al igual que la conducción de políticas económicas nacionales basadas en dichas macromagnitudes.

La vertiente financiera de la economía mundial también se ha transformado en los últimos años. El progreso técnico y la desregulación han contribuido a crear unos mercados más eficientes y flexibles, lo que, sumado a las mejoras en la gestión del riesgo y en la supervisión, explica en cierta medida el vigor sostenido de la economía ante recientes perturbaciones. Sin embargo, la liberalización financiera podría haber contribuido al mismo tiempo a la tendencia que ocasionalmente se observa en los mercados financieros hacia el exceso de reacción y la acentuación de las propensiones cíclicas de la economía real. No menos importante resulta la mayor relevancia cobrada por la percepción subjetiva de la riqueza en las decisiones de gasto, dado que estos nuevos mercados permiten cada vez más obtener liquidez a partir de dicha riqueza. Esas percepciones subjetivas son de por sí difíciles de medir, pueden haberse derivado erróneamente de los datos fundamentales subyacentes y podrían defraudar más pronto que tarde. Todo ello dificulta la comprensión precisa del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Por último, el propio régimen de política económica se ha modificado en las últimas décadas y se orienta con creciente éxito a mantener la inflación en niveles reducidos y estables. Esto ha contribuido manifiestamente a estabilizar tanto la inflación efectiva como las expectativas de inflación, resultados ambos muy deseables. En este entorno, no sólo es posible asignar recursos de manera más eficiente, sino también explotar al máximo las posibilidades de producción sin tanto temor a sobrepasarlas. Sin embargo, también crece la sensación de que esta deseada estabilidad podría tener un efecto secundario indeseado. Así, cuando la inflación no se percibe como amenaza y se considera menos probable una subida consiguiente de los tipos de interés, podría alentarse perfectamente una conducta imprudente en la concesión de crédito en el sistema financiero. Esto podría, por una parte, provocar un repunte retardado de la inflación cuando las presiones subyacentes acabaran por manifestarse, lo que podría incluso producirse de forma repentina si llegaran a dispararse las expectativas de inflación. Por otra parte, podría dar lugar a un inesperado giro desinflacionista de la política económica si la carga del endeudamiento se hiciera demasiado gravosa o se pusieran de manifiesto tensiones considerables en el sistema financiero. Las perturbaciones en la economía por el lado de la demanda podrían inclinar la balanza indistintamente hacia uno u otro lado, mientras que las alteraciones por el lado de la oferta podrían incluso dar lugar a ambos resultados de forma consecutiva.

Actualmente, el problema al que se enfrenta la política económica tiene visos de ser más de índole inflacionaria. Se trata de saber cuál sería la mejor manera de adoptar y comunicar una orientación restrictiva de la política económica para evitar efectos indeseados en unos mercados financieros en tensión. Ahora bien, al analizar la pasada década, y en concreto los últimos años, se observa con claridad que el problema más habitual fue encontrar la mejor forma de imprimir un sesgo expansivo a la política económica en presencia de tensiones financieras. Dado que por lo general la inflación se mantuvo bajo control, el grado de relajación aplicado a las respuestas de las políticas monetaria y fiscal tendió a ser superior al tono de restricción que se les había aplicado durante el auge cíclico precedente. La mera aritmética de esta asimetría podría explicar los actuales mínimos históricos de los tipos de interés oficiales en los principales países industrializados, así como los insostenibles niveles de deuda pública de algunas economías.

Afortunadamente, parece que la economía mundial camina ahora por una senda alcista y que los estímulos macroeconómicos no son tan necesarios. Debería aprovecharse esta oportunidad para reflexionar sobre los procesos que prácticamente han agotado el arsenal de instrumentos macroeconómicos disponibles. Resulta obvio —aunque todo se puede objetar— que esta situación debería abordarse directamente adoptando una orientación más contractiva en las etapas de auge económico. Asimismo, la aplicación de políticas orientadas a fortalecer el sistema financiero y a incentivar conductas más prudentes en la concesión de crédito durante las fases alcistas del ciclo podría contribuir a atenuar los daños ocasionados por las recesiones y reducir la necesidad de recurrir a relajaciones agresivas de la política económica en

el futuro. Por último, teniendo presente la creciente interdependencia entre el comportamiento financiero y los resultados macroeconómicos en un mundo moderno y liberalizado, es crucial que las autoridades supervisoras y monetarias colaboren de forma aún más estrecha.

### ¿Será sostenible la expansión?

Aunque la mayoría de los analistas cree que la recuperación se ha asentado con firmeza prácticamente en todo el mundo, su sostenibilidad continúa recibiendo inusitada atención. Uno de los motivos estriba en que el buen comportamiento económico generalizado parece sustentarse de un modo desproporcionado en dos contrafortes; a saber, la demanda interna en las principales economías de habla inglesa y en China. En ambos casos, algunas variables económicas han registrado desviaciones persistentes con respecto a los patrones históricos aceptados (es decir, "desequilibrios"). Dado que los procesos económicos tienden a revertir a la media a largo plazo, la existencia de acusados desequilibrios bien merece la atención de unas autoridades económicas prudentes, especialmente si existen argumentos plausibles acerca de sus efectos adversos sobre la economía real. Aunque no resulte fácil determinar la duración del largo plazo, ya que los desequilibrios históricamente tienden a prolongarse más de lo esperado, la experiencia también enseña que las reversiones rara vez resultan indoloras.

Sugerir que la influencia de Estados Unidos y China en la recuperación actual resulta desproporcionada supone reconocer asimismo que Japón y las principales economías de Europa continental todavía no están haciendo cuanto cabría esperar. Si bien existen indicios de un cambio de signo, en ambos casos se mantiene una demanda interna débil y la recuperación continúa dependiendo en gran medida del crecimiento futuro de las exportaciones.

Entre las zonas con menor crecimiento, las perspectivas de Japón parecen relativamente mejores. La inversión se está recuperando finalmente en las mayores empresas, en respuesta a unos mayores flujos de caja y a unos balances mucho más saneados. Además, los consumidores han reducido sus tasas de ahorro con el fin de mantener el gasto, una variable que recibiría nuevos impulsos en caso de que se consolidara el crecimiento del empleo. Aun así, las empresas japonesas de menor tamaño apenas empiezan a ver el panorama con más optimismo y no está claro que el sistema financiero haya mejorado lo suficiente como para proporcionar los cimientos necesarios para respaldar un crecimiento futuro sostenible. En cualquier caso, muchas de las empresas de la vieja economía se encuentran todavía en una situación de endeudamiento excesivo y la normativa reguladora continúa obstaculizando la aparición de sociedades de la nueva economía.

En Europa continental, la recuperación de los beneficios no ha sido aún suficiente para estimular la inversión, debido en especial al mantenimiento de unos balances empresariales con unos niveles de deuda comparativamente elevados. El gasto de consumo también ha permanecido en general limitado hasta ahora, particularmente en Alemania, y sólo se prevé una expansión

vigorosa de esta variable en caso de restablecerse un cierto grado de optimismo. La esperanza debe depositarse en que los consumidores europeos comprendan que a la larga las reformas estructurales en curso, que actualmente parecen minar su optimismo, en realidad fomentan el bienestar, lo que influiría positivamente en el clima de confianza. Esta posibilidad adquiriría visos de mayor realismo si las reformas se considerasen más firmes, integrales y coherentes de lo que sugiere el carácter poco sistemático del enfoque actual. Si la inflación cayera de nuevo por debajo del 2%, no sólo se beneficiarían los consumidores, sino también el propio Banco Central Europeo.

En Estados Unidos se ha observado un patrón de conducta de los consumidores distinto y más satisfactorio, aunque con repercusiones para el futuro. Así, la inusual evolución conjunta de los mercados de trabajo y de deuda merece una especial atención. La demanda de trabajo en ese país, a pesar de haber comenzado a dar señales inequívocamente más positivas, se ha mostrado muy débil desde que tocó fondo la recesión, incluso si se la compara con la "recuperación sin empleo" de principios de los años 90. Mientras que la participación del trabajo en las rentas de los factores ha disminuido de forma acusada, la participación del consumo en el gasto estadounidense ha continuado creciendo, prolongando así la tendencia iniciada en la década de los 90. Los recortes impositivos han financiado en buena medida el gasto reciente, aunque los consumidores también han recurrido en gran medida a acumular deuda para facilitar su gasto. La deuda de los hogares ha crecido a un ritmo superior al de la renta durante algún tiempo, registrando actualmente un máximo histórico expresada en porcentaje de las rentas de las familias. En concreto, los hogares estadounidenses han considerado más barata y atrayente la refinanciación de sus viviendas conforme los tipos de interés hipotecarios han tendido a la baja y los precios de la vivienda lo han hecho al alza. Esto les ha permitido contar con mayor liquidez al reducirse sus pagos mensuales de intereses, o bien endeudarse sobre la base del valor neto de su vivienda a fin de sostener su nivel de gasto. Este fenómeno se ha observado también en el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda y España, así como en otras economías europeas más pequeñas.

¿Constituyen estas tendencias un motivo de preocupación? Una opinión apunta a que la mayor eficiencia del sector financiero y los menores tipos de interés han permitido consolidar un salto cuantitativo en los niveles de deuda sostenibles en muchos países, incluido Estados Unidos. En consecuencia, los mayores niveles de endeudamiento no constituyen un desequilibrio que haya que corregir. El aumento de los niveles de deuda, al coincidir con una desaceleración pasajera de la tasa de crecimiento de las rentas salariales en Estados Unidos (reflejo en buena medida de una reducción de costes gracias al crecimiento de la productividad), permitió mantener el consumo y mejorar además el bienestar. De cara al futuro, la mayor participación de los beneficios en las rentas de los factores ya ha inducido un volumen de inversión más elevado y, a medida que transcurra el tiempo, debería estimular tanto el crecimiento del producto como el nivel de empleo. De hecho, los incrementos

de productividad deben reportar efectos favorables a largo plazo y, en ese contexto, se moderará el endeudamiento y previsiblemente también la carga del servicio de la deuda.

Sin embargo, no todos los observadores comparten el mismo parecer, especialmente los que analizan los problemas a corto plazo derivados de la transición. A tenor de la magnitud y el alcance de los recientes cambios estructurales, algunos consideran que la evolución de la demanda de trabajo podría continuar rezagada, no sólo en Estados Unidos, sino también en otros países industrializados. Por ejemplo, los aumentos de productividad estadounidense podrían comenzar a reflejarse en otras economías, trasladándoles problemas de transición que podrían resultarles todavía más difíciles de resolver. También parece que vaya a continuar la tendencia alcista del coste del factor trabajo (incluidas la asistencia sanitaria y otras prestaciones) en relación con el descenso del coste de los bienes de capital, mientras se intensifica de manera gradual la competencia procedente de un factor trabajo más barato como el de las economías de mercado emergentes recientemente abiertas al comercio internacional. Si como resultado de lo anterior flaqueara la confianza de los consumidores o bien se alcanzara el límite de sostenibilidad del endeudamiento de los hogares, se pondría a prueba la disposición de empresas aún muy endeudadas a invertir los mayores beneficios derivados de los aumentos de productividad.

Que los volúmenes de deuda familiar y empresarial acaben actuando como una rémora sobre el gasto dependerá en parte del nivel de los tipos de interés y del impacto del servicio de la deuda. Es obvio que si los tipos de interés más elevados responden a una continua recuperación económica, serán mucho más manejables que en ausencia de esta recuperación. Sin embargo, el nivel de precios de los activos también reviste importancia, ya que influye tanto en la propensión al gasto como en la capacidad de obtener financiación aportando garantías reales. Los precios de las acciones y de la vivienda subieron de forma acusada en un gran número de países durante el periodo analizado, quizás debido en parte a unas condiciones financieras mundiales caracterizadas por una liquidez desacostumbrada. Con independencia de su causa, el hecho es que los precios de una serie de activos se encuentran actualmente en cotas elevadas con respecto a los valores habituales de referencia. Si los precios de estos activos bajasen, sería ingenuo esperar que el gasto no se viese afectado. De hecho, aunque los precios se estabilizaran, se estancaría la contribución de la acumulación de riqueza al crecimiento. La reciente desaceleración del gasto de consumo en los Países Bajos constituye un claro ejemplo de este efecto.

Se podría incluso ir más lejos y cuestionarse si el nivel de gasto asociado a la obtención de financiación garantizada por el valor neto de la vivienda no tendría que revertirse a la larga, al menos en parte. La revalorización del patrimonio ante expectativas de mayores tasas de rendimiento del capital constituye auténtica "riqueza", en el sentido de que puede gastarse por anticipado si se desea, pues siempre que las expectativas sean acertadas, no es preciso ningún tipo de reembolso. Sin embargo, en el caso de los aumentos del precio de la vivienda, el mayor valor del activo se ve contrarrestado por

el valor de las obligaciones futuras, es decir, el coste de vivir en una casa. Si los precios permanecen elevados, las rentas y gastos discrecionales de quienes no sean propietarios de vivienda se verán reducidos en el futuro previsible. Por el contrario, si los precios descienden, la carga del futuro ajuste recaerá sobre las familias que se endeudaron con la garantía del valor neto de sus viviendas. Al considerarse más ricos, estos hogares gastaron la financiación obtenida, por lo que ahora corren el riesgo de comprobar que las ganancias en dichos activos eran ilusorias, mientras que el aumento de sus deudas no lo era en lo absoluto.

Una última inquietud al respecto tiene que ver con los desequilibrios externos y sus implicaciones para las perspectivas de crecimiento mundial. En concreto, el gasto de consumo y el correspondiente déficit por cuenta corriente en Estados Unidos se han financiado en última instancia con endeudamiento exterior. Hasta fechas recientes, los prestatarios del sector privado se han mostrado dispuestos a aportar el grueso de esa financiación. Aunque las entradas de capital privado a Estados Unidos se han materializado cada vez más en compras de bonos —flujos que podrían revertirse con facilidad—, el tipo de interés exigido evolucionó hasta mediados de abril de 2004 a la baja más que al alza. Las obligaciones de servicio de la deuda no han crecido hasta ahora en tándem con el volumen de deuda exterior, lo que ha respaldado en concreto el apetito por los activos denominados en dólares de Estados Unidos. Asimismo, también han proporcionado un estímulo adicional las expectativas de un crecimiento económico sostenido y relativamente rápido en ese país. El verdadero peligro en las circunstancias actuales estribaría en que quedasen esas expectativas de crecimiento defraudadas, lo que podría generar una inoportuna escasez de financiación externa con efectos restrictivos. De hecho, el patrón de manual del ajuste de la balanza por cuenta corriente de los países deudores, avalado por una larga trayectoria, implica un debilitamiento del tipo de cambio y una reducción de la demanda interna, previéndose lo contrario en el caso de los acreedores.

La dinámica del proceso de ajuste externo también es probable que se vea alterada por dos nuevas circunstancias. La primera se refiere al volumen extremadamente alto de deuda denominada en dólares que se mantiene en carteras extranjeras. La perspectiva de minusvalías causadas por una depreciación del dólar podría hacer menos atractivos los activos en esta moneda, pudiendo incluso repercutir en los rendimientos de la deuda a escala internacional. Al mismo tiempo, el gasto interno en los países acreedores podría desacelerarse como resultado de las pérdidas materializadas en sus carteras de valores extranjeros. Puesto que en esos países el gasto debería más bien aumentar para poder compensar el impacto de la apreciación de sus monedas, ninguno de estos efectos contribuiría al proceso de ajuste. La segunda circunstancia es la creciente presencia de China y cada vez más de la India en el panorama comercial mundial. Los países deudores con monedas en proceso de depreciación intentarán trasladar recursos a la producción de bienes y servicios comerciables, ante la presencia de estos nuevos y formidables competidores. En este entorno, si el proceso de ajuste



diera muestras de flaqueza, podrían incluso hacerse necesarias fluctuaciones más amplias tanto de los tipos de cambio como de los niveles de gasto relativos.

Los desequilibrios también caracterizan la evolución de la demanda interna china, el segundo pilar del actual crecimiento mundial. Las cifras que recogen la evolución de la economía china en los últimos trimestres son verdaderamente asombrosas y siguen apuntando a una aceleración de la actividad económica más que a su desaceleración. Si bien es cierto que el consumo y las exportaciones han ayudado, también lo es que la inversión ha sido particularmente intensa. Es concretamente en el sector manufacturero donde se está produciendo una acumulación masiva de potencial productivo mundial.

Existen dos motivos de inquietud, derivados ambos del “recalentamiento” de la economía. El primero de ellos se refiere más bien al medio plazo. Así, buena parte del gasto de inversión en China lo han realizado las autoridades locales y las empresas públicas. En la medida en que estos prestatarios no estén motivados por las futuras tasas de rendimiento, será más probable que dichas inversiones acaben por no ser rentables. También destaca que hayan venido acompañadas de unas tasas muy elevadas de crecimiento monetario y expansión del crédito, procedente de bancos públicos con escasa experiencia en la evaluación del riesgo crediticio. A comienzos de la década de los 90 se observaron fenómenos similares, que acabaron conduciendo a una brusca desaceleración de la actividad económica. La diferencia en la actualidad es que China desempeña un papel mucho más destacado en la economía mundial. Si la demanda china de importaciones se desacelerase de forma acusada, podría resentirse visiblemente el crecimiento en Asia e incluso en otras áreas geográficas. En Oriente Medio, África y América Latina, el estímulo proporcionado hasta ahora por los elevados precios del petróleo y de otros productos básicos también podría desaparecer, dejando más expuestas a posibles perturbaciones a varias economías de mercado emergentes intrínsecamente vulnerables.

La segunda y más inmediata inquietud es la creciente inflación en China. Aunque en el pasado, la evolución de la inflación medida por el IPC no ha corrido del todo paralela a la de los precios industriales, actualmente éstos se están encareciendo con tal fuerza que ya se observan repercusiones en los precios de consumo. Las situaciones de escasez también han comenzado a aparecer en diversos mercados internos y el racionamiento se está imponiendo en la práctica en las zonas donde aún existen rígidos controles de precios. Debido en parte a la demanda de China, los precios de los productos básicos están subiendo en todo el mundo, si bien los efectos se ven atenuados en algunos países merced a la apreciación de sus monedas. Sin embargo, no sería extraño que estas presiones también comenzaran a transmitirse a otros precios tanto en las economías industrializadas como en los mercados emergentes, siempre que la recuperación mundial mantenga su intensidad.

En cuanto a los mercados internacionales de capital, las perspectivas se han vuelto más inestables, si bien aún parecen razonablemente satisfactorias. Como se señaló en la Introducción, el crecimiento económico se vio impulsado

no sólo por unos tipos de interés oficiales bajos y una expansión de la liquidez, sino también por el redescubrimiento del apetito por el riesgo. En cualquier caso, los mercados se han mostrado en los últimos meses menos acogedores y los rendimientos de los bonos a largo plazo, así como los diferenciales de crédito de los bonos soberanos, han aumentado de forma acusada. Estas tendencias expondrán a algunos Estados (y otros prestatarios de menor solvencia) a costes más elevados en el mejor de los casos y a dificultades financieras en el peor de ellos. Afortunadamente, la adopción más amplia de políticas económicas sensatas en las economías de mercado emergentes ha reducido sustancialmente la posibilidad de que se produzcan problemas de forma generalizada, aun cuando los países con situaciones fiscales o por cuenta corriente débiles continúan siendo vulnerables. Estos peligros podrían ser más serios en algunos países de América Latina y, en menor medida, en Europa central y oriental. En cuanto a los diferenciales de crédito de las empresas, por ahora solamente se han visto afectados los de los bonos de alto riesgo, dado un entorno en el que el número de quiebras de empresas ha ido descendiendo y se espera que lo siga haciendo.

Sin embargo, no se puede descartar que la creciente aversión al riesgo quede fuera de control, acarreando quizás una penalización no sólo de los prestatarios menos solventes, sino también de algunos de los solventes. Además, los altos niveles de endeudamiento actuales y el volumen aparente del negocio basado en estrategias de *carry trade* (consistente en tomar prestado a corto plazo a tipos de interés bajos y prestar a largo plazo a tipos más altos) implican que las fluctuaciones de algunos precios podrían ser rápidas y pronunciadas si los participantes en ese negocio tratasen de cubrir sus posiciones de riesgo. Técnicas como la cobertura del riesgo de convexidad en el mercado hipotecario de Estados Unidos podrían acentuar dichas tendencias. El aumento durante el pasado verano boreal de los diferenciales de los *swaps* de tipos de interés viene a confirmar esta posibilidad.

Una circunstancia que ofrece cierta tranquilidad en este contexto es que las instituciones financieras de los principales países industrializados, todavía con la notable excepción de Japón, han sabido absorber con éxito recientemente un buen número de estas perturbaciones y podrían encontrarse en la actualidad en una situación incluso más favorable para amortiguar nuevas sacudidas. Los coeficientes de capital bancario regulador permanecen elevados, las tasas de morosidad han vuelto a descender en general y los beneficios también han mejorado. Además, estos resultados han obedecido en gran parte a la reducción de costes, a unos ingresos por comisiones más elevados y a la mayor atención prestada a la correcta valoración del riesgo. Principalmente en Estados Unidos, aunque también en otros países, los bancos han logrado redistribuir un importante volumen de riesgo de crédito a través de toda una gama de instrumentos de transferencia específicos. Aunque algunos grandes bancos internacionales han intensificado la negociación por cuenta propia, existe un amplio convencimiento de que sus sistemas de gestión del riesgo de mercado están funcionando. Evidentemente, esta apreciación presupone que incluso en situaciones de tensión existirá



liquidez suficiente para realizar las operaciones necesarias en mercados muy concentrados.

La mayoría de las restantes instituciones financieras, en especial compañías de seguros y reaseguros, también parecen encontrarse en mejor situación que el pasado año. Esto puede atribuirse en gran medida a factores cíclicos como el fuerte repunte de los precios de los activos, especialmente de las acciones. Lo mismo podría decirse de los fondos de pensiones de prestación definida, que han reducido por diversas vías sus problemas de insuficiencia financiera. Pese al rápido crecimiento de una amplia gama de fondos de cobertura o gestión alternativa (*hedge funds*), no cabe esperar que una hipotética aparición de tensiones en el sector vaya a tener consecuencias sistémicas. En resumen, no existen razones convincentes para pensar que una limitación del crédito concedido por instituciones financieras en situación de debilidad pudiera frenar de un modo significativo la intensa recuperación mundial.

## Políticas de estabilidad monetaria y financiera

El actual auge económico mundial parece estar cobrando impulso bajo la influencia de políticas macroeconómicas inusualmente expansivas, hasta el punto de ser insostenibles. Aunque son muchas las amenazas que se ciernen sobre el crecimiento futuro, el escenario más probable es el de continuidad e incluso fortalecimiento de la recuperación. En este supuesto, el reto inmediato de las políticas monetaria y fiscal debe ser la normalización de las condiciones de política económica, de forma que ésta no se convierta en un catalizador de inestabilidad. El desafío a más largo plazo deberá ser la adopción de unos regímenes de política económica más sólidos para fomentar la estabilidad monetaria y financiera en una economía mundial cuya estructura ha experimentado profundos cambios y todavía sigue haciéndolo.

En Estados Unidos, la principal cuestión a corto plazo es cuál debe ser el ritmo de endurecimiento de la política monetaria, una decisión que implica comparar las pérdidas esperadas de un ritmo demasiado rápido con las derivadas de uno demasiado lento. Por una parte, en la medida en que haya dudas acerca de la continuidad de la expansión, un ritmo lento ofrece claros atractivos. Esta misma conclusión se obtiene si se cree que los incrementos de productividad en curso han creado una holgura de la capacidad productiva suficiente para evitar que aumente la inflación, incluso en presencia de un crecimiento más intenso. En otras palabras, es muy probable que una subida demasiado rápida de los tipos de interés acarree costes económicos reales. Por otra parte, el mantenimiento de los tipos de interés en su mínimo histórico actual podría traducirse de forma inadvertida en una inflación más alta en el futuro. Asimismo, también podría agravar de forma adicional los desequilibrios financieros, lo que con el tiempo representaría un lastre para la economía real. Así las cosas, se plantea una clara disyuntiva, ante la que no existe una respuesta correcta a primera vista.

Este dilema de política monetaria se ve agravado por el hecho de que los tipos de interés a largo plazo, al igual que los oficiales, aún parecen bastante

bajos a pesar del reciente impulso que han recibido. Además, los de largo plazo se han visto recientemente sometidos a episodios de gran volatilidad. Es de preocupar que unos tipos de interés en alza puedan acabar en una sobre-reacción, con posibles efectos desaceleradores para la recuperación estadounidense y repercusiones indeseables para los mercados de deuda de otros países. Cabe afirmar que este riesgo se acentúa en el caso de que se opte por un “ritmo lento”, que implica una mayor probabilidad de que aumenten las expectativas de inflación y que los tipos oficiales tengan que responder con contundencia.

La utilización de una estrategia de comunicación para orientar las expectativas de los mercados sobre futuras subidas de los tipos de interés oficiales podría ser la clave para garantizar que la volatilidad de los mercados no llegue a ser excesiva. Sin embargo, la experiencia reciente demuestra que ésta no es tarea fácil. En un contexto de niveles de endeudamiento elevados y déficit públicos crecientes, los mercados podrían dividirse en dos grupos. Por un lado estarían los que sospechan que existe una mayor tolerancia hacia la inflación o, lo que es más probable, que la inflación podría simplemente aumentar por descuido. En el otro grupo estarían los que temen que un proceso igualmente fortuito de deflación/deuda pudiera acabar por inducir un movimiento de los precios en sentido contrario.

En un entorno así, la claridad resulta muy recomendable, especialmente por lo que respecta a los objetivos de política monetaria. En Estados Unidos, el renovado interés por los objetivos de inflación explícitos podría explicarse por consideraciones tácticas relativas a la “estrategia de salida” de la Reserva Federal. Sugerencias similares se han realizado en Japón, donde el banco central, en su lucha contra la deflación, ha venido generando un enorme exceso de reservas bancarias potencialmente inflacionario. La elección de un marco de objetivos de inflación permitiría comunicar, especialmente a los mercados de renta fija, la idea de que las autoridades monetarias no están dispuestas a dejar que la inflación se descontrole. Más discutible resulta sin embargo la conveniencia de aplicar la misma claridad a la futura articulación de los instrumentos de que haría uso la política. Los daños colaterales podrían ser considerables si esa claridad alentase el apalancamiento y la toma de posiciones, generando así un cambio en las condiciones objetivas que hiciera necesario recurrir a golpes de efecto por parte de las autoridades.

Con todo, la elección de un marco de actuación a medio plazo, no sólo para la política monetaria sino también en otros ámbitos, debe basarse principalmente en consideraciones de naturaleza más estratégica. En la actualidad, persiste el debate sobre las ventajas e inconvenientes de los sistemas de objetivos de inflación. Entre sus méritos destaca la claridad de sus fines, la mayor credibilidad cuando se alcanzan los objetivos y el mayor grado de responsabilidad de la autoridad monetaria en caso contrario. No obstante, cabría argumentar que un marco de objetivos de inflación no proporciona mayor credibilidad a los bancos centrales con un historial sólido de lucha contra la inflación; además, podría carecer de la flexibilidad necesaria en el complicado mundo actual, donde los desequilibrios financieros pueden surgir con mayor facilidad.

De hecho, parece que cada vez más bancos centrales comparten la opinión de que, dados estos desequilibrios, en ocasiones tiene sentido alterar la orientación de la política monetaria aun cuando las perspectivas a corto plazo de inflación medida por el IPC parezcan favorables. Para evitar que los mercados interpreten las desviaciones con respecto al marco de actuación como una vuelta a la discreción en estado puro, y en último término como una mayor tolerancia hacia la inflación, sería recomendable que el banco central determinara por adelantado esas posibilidades. En el caso de los bancos centrales con objetivos de inflación que ya cuentan con credenciales firmes en este terreno, la presencia de cierta restricción adicional a la conducción de su política monetaria no debería plantear problemas de consideración. De hecho, la amenaza que supone una posible activación de este tipo de restricción también podría ayudar a moderar de partida la acumulación de excesos financieros.

Una segunda consideración con respecto al medio plazo no afecta sólo a la política monetaria, sino también a las políticas fiscales, reguladoras y estructurales. Cabría sostener que, por lo general, es necesaria una aplicación más simétrica de las políticas económicas a lo largo del ciclo, tanto en las fases expansivas como en las contractivas, a fin de evitar una acumulación de problemas en el largo plazo. Considérese en primer lugar la política monetaria, especialmente en entornos de auge económico relacionados con una intensificación de desequilibrios financieros. Una orientación inicial básicamente más restrictiva podría contener los excesos más graves y, con ello, hacer innecesaria una drástica relajación monetaria posteriormente. Además de atenuar el riesgo de agravar desequilibrios existentes, dicha estrategia también podría reducir la probabilidad de que los tipos de interés oficiales alcanzasen su límite inferior cero. En cuanto a la política fiscal, las experiencias recientes de Francia y Alemania ilustran con claridad cómo su incapacidad para hacer gala de una política fiscal contenida en la fase alcista del ciclo limitó su margen de maniobra durante la desaceleración posterior de la economía. Lo mismo puede afirmarse de las normas contables que durante las etapas alcistas del ciclo permiten atenuar las expectativas de pérdidas crediticias futuras, sólo para acentuarse de nuevo durante las recesiones al materializarse las pérdidas. Por último, la incapacidad de algunos países para adoptar reformas estructurales en las fases alcistas del ciclo implica que o bien dichas reformas nunca llegan a introducirse, o bien se adoptan ya en etapas de incertidumbre, socavando aún más la confianza a corto plazo.

Otra cuestión relacionada con la política económica a medio plazo se refiere a la elección del régimen de tipo de cambio. Dada la magnitud del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos y de los superávits que están registrándose en Asia, se ha venido sosteniendo que mantener el régimen de tipo de cambio prefijado entre el renminbi chino y el dólar estadounidense obstaculiza el proceso de ajuste mundial. Además, dicho régimen podría estar también contribuyendo al excesivo crecimiento del crédito que se observa actualmente en China. Estos efectos se han visto acentuados en la medida en que, conforme el renminbi se ha debilitado junto con el dólar, otras autoridades monetarias asiáticas también han ajustado sus políticas, por

ejemplo abundando en sus intervenciones en los mercados de divisas. En muchos países asiáticos, el resultado ha sido una depreciación de sus monedas en términos efectivos. En algunos casos, la inquietud por la pérdida de competitividad y de oportunidades de trabajo en el país se ha visto agravada por el deseo de acumular reservas para su utilización en eventuales crisis futuras. Los analistas se han referido en ocasiones a esta última motivación como una “lección” de la crisis asiática. A pesar de su validez, no debe olvidarse otra lección también de este periodo: mantener los tipos de cambio reales en un nivel reducido invita a la entrada de capitales, lo que, a su vez, puede hacer más verosímil una posible crisis.

En virtud del análisis anterior, bastaría concluir sin más que China, al igual que el resto de países asiáticos, debería eliminar los controles de capital que aún mantiene, dejando flotar su moneda con mayor libertad. Por desgracia, esta respuesta simplista bien podría ser la errónea. China es clave para las decisiones sobre el tipo de cambio en la región y afronta algunas limitaciones internas muy singulares. Los mercados financieros chinos aún se hallan en una etapa temprana de desarrollo, el sistema bancario todavía presenta ingentes problemas y por el momento no existe el aparato necesario para una supervisión eficaz. La libre flotación del tipo de cambio sin un control adecuado sobre los flujos de capital podría tener consecuencias bastante impredecibles y, probablemente, muy indeseables. Una posibilidad más razonable, no exenta empero de dificultades técnicas, sería reevaluar el renminbi y fijar su cambio frente a una cesta de monedas. Con todo, esta posibilidad tampoco puede contemplarse como la panacea, ni para los problemas de recalentamiento de China ni para los desequilibrios comerciales a escala mundial.

Con respecto al recalentamiento de la economía, las autoridades chinas han de satisfacer numerosas demandas contradictorias entre sí mediante unos instrumentos de política imperfectos. Presumiblemente, preferirían utilizar restricciones basadas en los mecanismos de mercado, como unos tipos de interés más altos, pero los instrumentos de esta naturaleza aún no funcionan con eficacia. En contraste, ya han sido parcial o totalmente desmantelados muchos de los antiguos controles administrativos y políticos de los que derivaba la enorme influencia del núcleo planificador del país. Con toda probabilidad, las autoridades continuarán alentando la operativa de los mercados, haciendo uso a su vez de las potestades de autoridad y control que todavía conserven para contener el gasto y el crédito. Asimismo, también podría moderarse la orientación expansiva de la política fiscal, pero ello agravaría los problemas de desempleo, que continúan siendo especialmente preocupantes en las zonas rurales. Lo único que queda claro es que las autoridades chinas, tras años de continuos avances hacia una economía de mercado, se enfrentan ahora a enormes desafíos.

En cuanto a los desequilibrios comerciales a escala mundial que se han ido acumulando durante años, presumiblemente hundan sus raíces en factores más profundos que los meros desajustes cambiarios. La cuestión fundamental es que Asia actualmente ahorra en exceso para lo que son sus oportunidades internas de inversión rentable, mientras que el ahorro del

hemisferio occidental (en especial, en Estados Unidos) resulta demasiado escaso. Sin embargo, aunque el diagnóstico de la situación y las recomendaciones de las políticas puedan ser inequívocos, su puesta en práctica ya es harina de otro costal, al menos en lo que concierne a los acreedores. En Asia, pueden fomentarse unas menores tasas de ahorro mediante políticas crediticias más expansivas, diseñadas para estimular el gasto de consumo. No obstante, la experiencia reciente de Corea y Tailandia muestra que este mecanismo podría descontrolarse con facilidad. La inversión en Asia (excluida China) también ha sido muy reducida desde la crisis anterior y también podría estimularse. De nuevo, la coyuntura económica en China, como la de Japón a finales de los años 80, pone rigurosamente de manifiesto los peligros implícitos en tales políticas. No debería olvidarse que el auge de la inversión en Japón fue, en parte, un subproducto de políticas expansivas diseñadas para aliviar los desequilibrios comerciales de entonces.

Si los acreedores han de contribuir a la superación de los desequilibrios comerciales mundiales, también lo han de hacer los deudores. Estados Unidos, en particular, presenta un claro problema de déficit gemelos, siendo igualmente obvia la necesidad de reducir su déficit fiscal. No obstante, que estas dificultades formen parte de la problemática de Estados Unidos no significa que sean su verdadero núcleo. El déficit de la balanza por cuenta corriente aumentó con rapidez en la década de los 90, mucho antes de que las cuentas públicas experimentasen un repentino deterioro. De hecho, un análisis más minucioso revela que el motivo subyacente ha sido el prolongado descenso de la tasa de ahorro neto de los hogares estadounidenses. Esta circunstancia resulta desafortunada, al ser escasas las orientaciones teóricas sobre cómo utilizar la política económica para revertir esta tendencia de manera ordenada. Además, implica que los hogares estadounidenses podrían modificar sus posiciones de forma indeseablemente brusca en caso de que sus actuales previsiones sobre riqueza e ingresos futuros resultaran ser demasiado optimistas.

En otros países industrializados, el recurso a estímulos fiscales también puede ayudar a reducir los desequilibrios externos. Sin embargo, la conjunción de niveles de deuda pública ya elevados y del envejecimiento poblacional impone importantes restricciones. La deuda supone una carga para los futuros contribuyentes, que son los que tendrán que hacer frente a su servicio. Los pensionistas constituyen una carga adicional, ya que los países generalmente han adoptado sistemas de pensiones y de sanidad basados en criterios de reparto. El peligro estriba en que las cohortes de contribuyentes, que cada vez son más reducidas, acaben considerando que la presión fiscal que soportan es demasiado gravosa, lo que pueda incluso dar lugar a un repudio efectivo y posiblemente perturbador de las obligaciones públicas. Este panorama es más sombrío en Japón y en Europa continental, pero con el tiempo también podría afectar a Estados Unidos y a algunas economías de mercado emergentes. Con este telón de fondo, la prioridad debería ser mantener los niveles de deuda bajo control, en lugar de permitir su incremento. Aun cuando se considerase que la coyuntura actual mina los argumentos favorables a una orientación más contractiva de la política

fiscal a corto plazo, se precisa adoptar un plan creíble de saneamiento presupuestario a medio plazo. A este respecto, en muchos países será importante anunciar recortes en los derechos a prestaciones que se adquirirán en el futuro, de modo que los ciudadanos puedan prepararse. Para empezar, resultará útil informar al público de forma aún más contundente de la aritmética de la situación actual. En principio, nadie podrá discutirla, pero en la práctica, el proceso de reconocimiento público será largo y tortuoso.

Las reformas estructurales en los países industrializados también permitirían atenuar la carga de la deuda, ya sea pública o privada, mediante el aumento del potencial productivo de la economía y de los niveles asociados de renta per cápita. Estados Unidos parece encontrarse ya en una senda de mayor crecimiento, si bien algunas reformas estructurales aún se estimarían provechosas. Especial atención merecen las políticas relativas a la energía, la asistencia sanitaria y la creciente carga contenciosa. En Europa continental, debe prestarse atención a los sospechosos habituales: reformas del mercado de trabajo encaminadas a aumentar el empleo, desregulación de servicios y creación de auténticos mercados paneuropeos. En todas las regiones, aunque quizás de forma más evidente en Japón, se harán necesarias políticas orientadas a desplazar el factor trabajo hacia la producción de bienes y servicios no comerciables conforme se acentúe la competencia internacional. Dentro de los sectores que producen bienes comerciables, puede resultar necesario un desplazamiento hacia arriba en la cadena de valor, con el consecuente mayor énfasis en la educación y la formación. La obtención de fondos para financiar estas prioridades no será tarea fácil para los Gobiernos que ya atraviesen por problemas presupuestarios. Un drástico recorte de los gastos improductivos y subsidios inútiles podría ser un buen punto de partida.

El aumento del potencial productivo y su posterior utilización a pleno rendimiento exige aunar la eficiencia con la estabilidad del sistema financiero. Lamentablemente, las condiciones de partida no son óptimas en países que se apoyan exclusivamente en el crédito bancario y cuyos bancos exigen primas de riesgo inferiores a lo adecuado. Además, algunos sistemas bancarios siguen operando bajo el lastre de préstamos fallidos concedidos en el pasado. Parece que en Japón, tras una década de arranques en falso, se están produciendo avances en la reestructuración de la deuda de empresas y bancos, mientras que China apenas ha comenzado a afrontar sus problemas bancarios.

Un desafío aún mayor que la recapitalización de los bancos comerciales, por arduo que éste sea, consistirá en garantizar su rentabilidad a lo largo del tiempo. A este respecto, uno de los elementos más perniciosos lo constituye la continua influencia política. Bien es cierto que el crédito dirigido a los sectores con respaldo estatal parece estar cada vez más desfavorecido, incluso en países como China y la India. Sin embargo, todavía no se reconocen adecuadamente los perjuicios que la competencia de instituciones financieras con apoyo estatal puede infligir al sector privado. La influencia del sistema de ahorro postal japonés, de los bancos públicos alemanes y de las empresas patrocinadas por el Gobierno en Estados Unidos es enorme y únicamente en



Europa se han adoptado medidas concretas para limitar el respaldo estatal. Tanto en los países industrializados como en numerosas economías de mercado emergentes deben evaluarse con rigor los costes y beneficios que implica este apoyo para el sector financiero.

Incluso los países con sistemas financieros saneados deben realizar esfuerzos para continuar en esa línea. Una carencia estructural que puede observarse en casi todo el mundo es la escasez de la información veraz necesaria para evaluar la situación de las empresas y de las instituciones que les han concedido crédito, así como la vulnerabilidad financiera resultante en el conjunto de la economía. En relación con cada uno de estos aspectos, esa información debería arrojar luz sobre tres asuntos: en primer lugar, la situación financiera actual de las empresas a título individual y del conjunto de la economía; en segundo lugar, el perfil de riesgo de cara al futuro; y, por último, el grado de incertidumbre asociado a todas estas estimaciones.

Por lo que respecta al primer asunto, la profesión contable está liderando los esfuerzos de normalización y armonización internacional de los estados financieros que las empresas están obligadas a publicar. Esta labor ha culminar con éxito, debiéndose prestar para ello la debida atención a la capacidad de asignar su valor razonable al activo y al pasivo. Por lo que hace al segundo aspecto, en los últimos años el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha venido insistiendo progresivamente en la divulgación de los perfiles de riesgo de las distintas instituciones financieras. El éxito en la negociación y aplicación del Basilea II otorgará una renovada importancia a los procesos de medición y gestión del riesgo a escala institucional. Además, en el ámbito macroprudencial, el Foro sobre la Estabilidad Financiera y otros organismos han subrayado cada vez más la existencia de vulnerabilidades sistémicas y la necesidad de formular indicadores de alerta temprana que avisen sobre problemas futuros; es preciso que todos estos esfuerzos continúen activos. Especial atención exige el desarrollo de metodologías para la evaluación de vulnerabilidades sistémicas cuando las instituciones financieras afrontan perturbaciones comunes, ante las que podrían reaccionar de forma similar. En cuanto al tercer asunto, es decir, la estimación del grado de incertidumbre asociado a todas las mediciones empíricas, los avances realizados hasta la fecha han sido escasos.

Es preciso evaluar las carencias en la información necesaria para realizar una adecuada gestión de la economía y adoptar a continuación medidas para subsanarlas. Querer reducir costes en la recopilación y el análisis de los datos estadísticos necesarios a tal efecto puede acabar saliendo bastante caro. Por el momento, y reconociendo que aún queda mucho que aprender, se impone dirigir las políticas con más prudencia de lo habitual. La historia nos enseña que, en cualquier tarea emprendida por el ser humano, rehuir de la arrogancia es la mejor manera de evitar resultados verdaderamente adversos.

