

## VIII. Conclusión: posibles soluciones a los desequilibrios

El pasado año fue excepcional para la economía mundial. Se registró un intenso crecimiento en la mayor parte del mundo, particularmente en las economías de mercado emergentes, y la inflación se mantuvo moderada pese al sustancial encarecimiento de los productos básicos. Las instituciones financieras de todo el mundo cosecharon excelentes beneficios, al tiempo que aumentaron considerablemente los precios de los activos financieros en la mayoría de los mercados. No obstante, estos excepcionales resultados estuvieron rodeados de un creciente desasosiego ante la posibilidad de que no perdurasen. Un motivo de preocupación fue la creciente similitud de la economía mundial actual con la coyuntura de finales de los años 60, lo que resulta alarmante, puesto que durante ese periodo se asentaron las bases de la Gran Inflación de los años 70 en los principales países industrializados. A su vez, ésta condujo a las crisis de deuda de los años 80 que sufrieron muchas economías de mercado emergentes.

En la actualidad, al igual que a finales de la década de los 60, los tipos de interés reales en los países industrializados han permanecido en niveles reducidos durante largo tiempo y los agregados crediticios han ido creciendo con rapidez. A semejanza de los problemas surgidos bajo el sistema de Bretton Woods, el dólar también se ha visto presionado a la baja por la influencia de la balanza exterior de Estados Unidos. En los últimos años, esto ha conllevado en muchos otros países tanto una relajación de la política monetaria como la acumulación de reservas de divisas en un intento por resistirse a la apreciación de su moneda. El resultado ha sido una enorme expansión de la liquidez mundial. Asimismo, la política fiscal se ha tornado recientemente expansiva en muchos países, lo que recuerda al impacto combinado de la Guerra de Vietnam y de los programas de la Gran Sociedad de aquella época. Los productos básicos, sobre todo el petróleo, han experimentado también un fuerte encarecimiento, cuyos efectos comienzan a dejarse sentir en fases más avanzadas de la cadena de producción, así como en las cuentas exteriores de los países consumidores y productores.

La pregunta ahora es si estas similitudes implican que los países industrializados vayan a revivir la elevada inflación y las perturbaciones cíclicas de los años 70 y 80, y si también suponen que las economías emergentes se enfrenten al resurgimiento de los problemas de la deuda de los años 80. En pocas palabras, la respuesta es "quizás, pero no necesariamente". Por un lado "quizás", pues realizar predicciones es harto complicado y no pueden descartarse en absoluto políticas erróneas. Por el otro, "no necesariamente", porque es evidente que las autoridades económicas han aprendido de sus errores del pasado. A finales de los años 60 y principios de los 70, no se identificaron adecuadamente los costes de la elevada inflación en los países industrializados, ni tampoco se percibió la enorme velocidad con la

que los cambios en las expectativas de inflación podían generar una espiral viciosa de salarios-precios. El éxito de los bancos centrales en la reducción de la inflación, pese a lo costoso de la tarea, les otorga credibilidad cuando afirman que “nunca más”. Asimismo, las autoridades económicas de todo el mundo han aprendido algo acerca de cómo afrontar las perturbaciones de los precios de los productos básicos. Quienes en la actualidad se enfrentan a unas importaciones más caras saben que resistirse al ajuste mediante el endeudamiento externo, como se hizo en los años 70, puede resultar extremadamente oneroso a la larga. Quienes se benefician ahora de precios más elevados no olvidan la facilidad con la que sus economías se expandieron en exceso, al endeudarse con la garantía que proporcionaban unos precios más altos. Resulta ahora evidente —aunque se trate lamentablemente de una enseñanza retrospectiva— que los precios de los productos básicos no son distintos de los precios de la vivienda o de los activos financieros, pues suban o bajen, el valor nominal de la deuda permanece fijo a lo largo del tiempo.

Aunque estas enseñanzas del pasado pueden ser reconfortantes, no podemos olvidar los peligros que conlleva librar una vez más la batalla final. Conforme se indicó en la Introducción a este Informe Anual, desde los años 60 el mundo ha experimentado tres cambios fundamentales de índole favorable, que al sugerir un resultado no inflacionario, avalan la conclusión “quizás, pero no necesariamente”.

En primer lugar, la liberalización y globalización de la economía real han aumentado enormemente la oferta potencial, modificando sustancialmente los precios relativos y presionando a la baja la inflación ante la evolución rezagada de la demanda. En segundo lugar, la combinación de la desregulación y el progreso tecnológico ha tenido efectos profundos en los sistemas financieros. Así, su núcleo lo configuran cada vez más los mercados financieros y no tanto los bancos, su ámbito operativo es el mundial y las instituciones que lo conforman son cada vez más grandes y complejas, con actividades que abarcan diversos sectores. En tercer y último lugar, el régimen monetario ha oscilado hacia un objetivo primordial, a saber, el logro de una inflación reducida. Estos cambios por separado, y quizás en mayor medida la interacción entre todos ellos, sugieren nuevas enseñanzas, al tiempo que plantean nuevas incertidumbres.

Una primera lección se extrae de la interacción entre prolongadas perturbaciones positivas de la oferta y el nuevo régimen monetario, de donde se deriva la posibilidad de que en un futuro las presiones deflacionarias puedan observarse casi con tanta frecuencia como las inflacionarias. También plantea la cuestión de si el origen de la deflación no tuviera que condicionar la respuesta de la política económica. Al igual que las autoridades económicas suelen ser tolerantes en la actualidad con los incrementos iniciales de precios asociados a perturbaciones negativas de la oferta, ¿por qué no habría de suceder lo mismo con las perturbaciones positivas de ésta? De la interacción entre estas perturbaciones positivas y el comportamiento del sistema financiero cabe extraer otra lección, y es que estas perturbaciones invitan fácilmente al optimismo en el sistema y distorsionan los riesgos

de inversión haciendo que parezcan menores de lo que en realidad son. En consecuencia, la oferta de crédito y de deuda adquiere una mayor elasticidad intrínseca. Una tercera enseñanza se refiere a la interacción entre el sistema financiero moderno y el objetivo de estabilidad de precios. Las reacciones del sector financiero ante una política monetaria restrictiva están adquiriendo creciente relevancia en el mecanismo de transmisión, por lo que deben condicionar cada vez más el ritmo de endurecimiento.

Una última enseñanza, posiblemente la más importante, se deriva de la interacción entre estos tres cambios sistémicos. Si las perturbaciones positivas de la oferta presionaran la inflación a la baja de tal manera que las autoridades económicas no tuvieran motivos para endurecer las condiciones crediticias, la creciente capacidad de los sistemas financieros para ofrecer crédito y deuda llevaría aparejada una mayor demanda. Tales circunstancias podrían dar lugar a un ciclo de auge y depresión en el sistema financiero, generando a su vez vientos en contra que podrían retroalimentarse y debilitar la economía real por diversas vías. Además, si la inflación partiese inicialmente de niveles bajos, este proceso degeneraría en una evolución desinflacionaria adversa, aún más nociva que la generada por las propias perturbaciones positivas de la oferta.

Estas observaciones no exigen una reorientación radical de la política macroeconómica, sino que tan sólo sugieren la conveniencia de avanzar por una senda previamente elegida. En realidad, las políticas públicas ya han asumido una mayor orientación a medio y largo plazo, lo que por el lado de la oferta se ha reflejado en el mayor énfasis concedido en los últimos años a las reformas estructurales. En concreto, la necesidad de contar con medidas que fomenten la estabilidad financiera ha gozado de un consenso generalizado. Por el lado de la demanda, recuérdese que durante los años 60 se introdujeron ajustes finos tanto en las políticas monetarias como en las fiscales a fin de estabilizar el ciclo económico y reducir el desempleo. Más tarde, cuando se reconocieron los onerosos efectos a largo plazo de dichas políticas, se introdujeron marcos con objetivos de agregados monetarios y con niveles de inflación, así como planteamientos de política fiscal de largo plazo.

En la actualidad, sin necesidad de alterar los fundamentos de estos marcos de largo plazo, debería plantearse una estrategia óptima para adaptarlos a los nuevos desafíos. Así, el aumento de los niveles de deuda, tanto a escala nacional como internacional, podría acarrear a la larga problemas económicos y sus correspondientes costes, a menudo sustanciales. En este sentido, considérese el tiempo que necesitaron Japón y los países de Asia oriental para recuperarse de sus respectivas crisis financieras. Prueba del creciente reconocimiento de este problema son las recientes medidas adoptadas por una serie de bancos centrales, en parte como respuesta a la subida de los precios de la vivienda impulsada por la expansión del crédito. Sin duda, formalizar una respuesta de política monetaria será complicado, al no disponerse de un baremo que indique con claridad cuándo son "excesivos" los niveles de crecimiento del crédito, de endeudamiento o de los precios de los activos. Aun así, los intereses en juego son

suficientemente importantes como para justificar un esfuerzo analítico sustancial en este sentido.

La presente Conclusión analiza dos cuestiones. En primer lugar, se examinan los riesgos actuales para las perspectivas de la economía mundial (en concreto, las consecuencias de los desequilibrios internos y externos) y las políticas que podrían contribuir a atenuar dichos riesgos. En segundo lugar, se discute si son necesarios marcos de política de largo plazo que puedan impedir de entrada la acumulación de desequilibrios financieros. En la esfera nacional, se trata de dilucidar si merece la pena adoptar un marco de estabilidad macrofinanciera. En la esfera internacional, la cuestión es si son necesarias mejoras en el sistema monetario internacional que complementen la simple búsqueda de los intereses nacionales.

### ¿Justifican los riesgos actuales una respuesta de política económica?

Aunque no abundan los analistas que admiten la existencia de “problemas” inminentes para la economía mundial, existe un mayor consenso en cuanto a que ésta se halla expuesta a ciertos “riesgos”. De hecho, no es posible obviar el número de indicadores que están mostrando de forma simultánea profundas desviaciones con respecto a patrones históricos. Entre los desequilibrios internos que más llaman la atención se encuentra la persistencia en torno a cero de los tipos de interés oficiales en términos reales en numerosos países industrializados y en las economías emergentes de Asia. Los tipos de interés nominales de los bonos a largo plazo, así como los diferenciales de rendimiento y las medidas de volatilidad del mercado, están en cotas sensiblemente bajas. En muchos países industrializados, la tasa de ahorro de los hogares ha mantenido una acusada trayectoria descendente, mientras que los niveles de deuda han alcanzado niveles récord. Los precios de la vivienda han registrado máximos históricos en muchas economías, mientras en China, la tasa de inversión ha crecido hasta nada menos que el 50% del PIB. Por último, los desequilibrios externos nunca han sido tan abultados desde la Segunda Guerra Mundial. Cualquiera de estas magnitudes, o incluso todas ellas, podrían revertir fácilmente a sus valores medios, con las correspondientes repercusiones para el crecimiento de la economía mundial. Tal reversión podría resultar gradual y posiblemente favorable, aunque también rápida y traumática. El devenir lo determinarán en buena medida las interacciones entre la economía real y el sistema financiero, cuya plena comprensión queda lejos de nuestro alcance.

Cabe preguntar qué puede hacer la política económica frente a estos desequilibrios internos y externos. Con respecto a los primeros, una respuesta obvia sería elevar los tipos de interés para atenuar los riesgos a largo plazo, algo que sin embargo entraría inmediatamente en conflicto con los objetivos de política económica a corto plazo más tradicionales: reducir los niveles de desempleo y evitar una excesiva desinflación. En cuanto a los desequilibrios externos, también se presentan numerosos conflictos en este terreno. Por ejemplo, la austeridad fiscal podría contribuir a solucionar los problemas de

desequilibrio externo en los países con déficit, pero también podría conllevar niveles de desempleo preocupantes. En tales circunstancias, lo más que puede esperarse tal vez sea un avance “oportunista”, es decir, buscar oportunidades de reducir estos riesgos a más largo plazo, pero sólo en la medida en que lo permitan las restantes prioridades.

En Estados Unidos, en una coyuntura económica en expansión, la política monetaria ya ha comenzado a endurecerse a un ritmo mesurado. Si bien esta estrategia responde básicamente a las crecientes tasas de utilización de la capacidad productiva y a la inquietud ante la inflación futura, los mayores tipos de interés tienen como efecto favorable la reducción de los desequilibrios externos. Cabe argumentar que Estados Unidos se ha transformado en una economía excesivamente dependiente del gasto de consumo, del endeudamiento y de la utilización por parte de los hogares del valor neto de su riqueza inmobiliaria. Este calificativo precisamente obedece a que, en términos agregados, una subida de los precios de la vivienda no incrementa la riqueza nacional del mismo modo que la inversión basada en el ahorro de ingresos y en las ganancias de productividad. Los propietarios son los que se benefician del encarecimiento de la vivienda, mientras que la población en su conjunto es la que tiene que pagar ahora precios más altos por los servicios inmobiliarios. Desde esta perspectiva, los riesgos para la economía estadounidense son mucho mayores de lo que podría parecer.

Aun teniendo en cuenta la actual solidez de la economía de Estados Unidos, el endurecimiento de su política monetaria tendrá que aplicarse con cierto tiento. Por una parte, existe incertidumbre acerca de la mayor relevancia que probablemente tengan los precios de los activos —especialmente de la vivienda— en el mecanismo de transmisión. Ejemplo de ello podrían ser los casos del Reino Unido y Australia donde, al igual que en los Países Bajos hace unos años, los precios de la vivienda han comenzado a estabilizarse bajo la influencia de unos mayores tipos de interés oficiales, mientras el crecimiento del gasto de consumo ya ha entrado en una senda de desaceleración. Una complicación adicional ha sido la posibilidad de que las subidas de tipos de interés oficiales también pudieran frenar la inversión empresarial. Por fortuna, las empresas han conseguido reducir con bastante éxito la carga de su deuda en los últimos años, generando fuertes beneficios y manteniendo una elevada liquidez. Con todo, es preciso señalar que el vigor de la reciente recuperación de la inversión es muy inferior a la de ciclos económicos anteriores.

Otra preocupación ha sido que el endurecimiento de las condiciones monetarias pudiera crear perturbaciones en los mercados financieros, en caso de que las inversiones de arbitraje (“búsqueda de rendimiento”) se deshicieran con rapidez. Aunque no ha sido así hasta ahora, debido probablemente a la claridad con la que la Reserva Federal ha comunicado sus intenciones, todavía persisten incertidumbres al respecto. Si la intensidad de las presiones inflacionarias terminara situándose por encima de los pronósticos actuales, cabría la posibilidad de que los tipos de interés oficiales tuvieran que aumentar a un ritmo más rápido, lo que aún podría sorprender a los mercados. Otra posibilidad es que las conjeturas sobre las intenciones de la Reserva Federal, aun formuladas en términos condicionales,

puedan haber llevado a algunos inversionistas especulativos a responder ante el estrechamiento de los márgenes de las estrategias de *carry trade* (endeudamiento barato a corto plazo en una divisa y préstamo más caro a largo plazo en otra moneda) mediante un mayor apalancamiento de sus posiciones, a fin de mantener sus tasas de rendimiento. Esto implicaría que tal vez todavía estén por llegar otras perturbaciones, quizás sustanciales.

En otras importantes economías, el retorno de los tipos de interés a niveles más normales conllevaría incluso mayores conflictos. El persistente estancamiento del crecimiento económico en Europa continental y en Japón no avala aumentos de los tipos de interés. La incapacidad japonesa para salir definitivamente de la deflación y los efectos desinflacionarios de la apreciación del euro en Europa tampoco respaldan estas subidas. En cualquier caso, cabe destacar que los riesgos que plantea para la economía japonesa el endeudamiento de su sector privado, lejos de aumentar, continúan remitiendo, mientras que en Europa continental los riesgos no han crecido a un ritmo tan rápido ni de forma tan generalizada como en Estados Unidos. Dicho esto, debe también señalarse que el BCE ha expresado una y otra vez su preocupación por la tasa de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, así como por los fuertes incrementos del precio de la vivienda en muchos países de la zona del euro.

Más sencillo podría resultar subir los tipos de interés oficiales en otros países de Asia, donde las presiones inflacionarias han resultado algo más evidentes y el crecimiento ha sido rápido. Además, se ha constatado inquietud por el encarecimiento de los inmuebles en una serie de economías, así como por la creciente importancia del préstamo al consumo en los balances bancarios. Las subidas de los tipos de interés en Estados Unidos también implican que una restricción de la política monetaria en Asia tendría un impacto más moderado sobre los tipos de cambio de los países de la región frente al dólar. Con todo, y pese al vigoroso crecimiento asiático en periodos recientes, aún se cuestiona su solidez, así como la capacidad de sus sectores empresarial y bancario para operar en un entorno de tipos de interés más elevados. China apenas permitió una leve subida de sus tipos de interés durante el pasado año, dados sus objetivos de estimular un mayor gasto de consumo y de impedir entradas de capital adicionales. Aunque se ha observado un claro recalentamiento de la inversión en capital fijo, parece probable que las autoridades chinas continúen confiando en las medidas administrativas para encauzar la situación, aun a riesgo de no dar resultado. Al igual que en Estados Unidos, el peligro para los países asiáticos sería que un grado inadecuado de endurecimiento de las políticas monetarias derivara bien en inflación o bien en un agravamiento de los desequilibrios internos, o en ambos efectos a la vez.

Pasando ahora a los desequilibrios externos, el creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es un serio problema a largo plazo. Dicho de otro modo, este déficit podría causar a la larga una depreciación desordenada del dólar, turbulencias concomitantes en otros mercados financieros e incluso una recesión. Otra fuente de preocupación, quizás más palpable, es que este desequilibrio hiciera reaparecer presiones

proteccionistas. El problema lo presagian el inaudito tamaño del déficit comercial, la velocidad con la que se está acumulando la deuda externa, la creciente importancia de las instituciones oficiales en la financiación del déficit y el hecho de que el endeudamiento básicamente haya financiado el consumo (en lugar de la inversión). Además, dada la interdependencia de los mercados financieros modernos, parece probable que los problemas no se circunscriban al dólar. Así, un aumento de la prima de riesgo sobre los activos denominados en dólares estadounidenses podría elevar los tipos de interés a largo plazo y los diferenciales de la deuda, lo que repercutiría en los precios de toda clase de activos.

Aun así, sería erróneo postular la inminencia de tal resultado. Por una parte, aunque la deuda externa neta de Estados Unidos ha ido creciendo durante años, este país todavía percibe unos ingresos por sus activos en el exterior superiores a los pagos que realiza a los inversionistas extranjeros. Además, dado que la deuda de los residentes estadounidenses se encuentra denominada casi exclusivamente en dólares y los activos se encuentran en divisas, las depreciaciones de esta moneda reducen de forma sustancial y automática el coste de la deuda neta. Por otra parte, las autoridades extranjeras que apuntalan el dólar mediante sus intervenciones cambiarias disponen de un buen número de razones de peso para continuar haciéndolo. En consecuencia, debería dársele tiempo a las políticas orientadas a reducir los riesgos actuales para que den los frutos deseados. Sin embargo, ese tiempo bien podría estar agotándose.

En esta coyuntura, ¿qué puede aportar la política económica? En un entorno de reducción de los niveles de capacidad ociosa, la respuesta de manual postula que los países con déficit exterior deberían reducir su tasa de crecimiento del gasto interno por debajo del ritmo de expansión de la producción nacional. Además, permitiendo una depreciación de sus monedas en términos reales, estos países mejorarían la competitividad de sus productos e incentivarían el desplazamiento de la producción desde bienes no comerciables hacia bienes comerciables. En los países con superávit debería seguirse la estrategia contraria, es decir, tipos de cambio más apreciados y mayor gasto interno. Sin embargo, también es importante formular estas prescripciones de política macroeconómica y estructural teniendo en cuenta las restricciones y los compromisos que impone la realidad.

El conflicto menos severo a la hora de configurar la política macroeconómica probablemente se observe en Estados Unidos. Las preocupaciones sobre la inflación potencial, los desequilibrios internos y el déficit exterior justifican una contención del gasto nacional. Dada la magnitud del déficit público, el primer paso obvio sería reducir el gasto y elevar los impuestos. Si bien la Administración estadounidense ha establecido un objetivo de reducción del déficit, aún no se han aplicado las políticas concretas necesarias para alcanzar esa meta, lo que es de lamentar por cuanto que, a falta de medidas fiscales tempranas, la carga del ajuste recaerá en mayor medida sobre una política monetaria más restrictiva. Aunque unos mayores tipos de interés podrían contribuir a revertir la caída del ahorro familiar observada durante un decenio —elemento clave para reducir

el déficit exterior—, la utilización desproporcionada de la política monetaria acrecienta el riesgo de padecer la perturbadora problemática de transición antes discutida.

Por su parte, los países con superávit externo de Europa continental y Asia afrontan conflictos más graves, pues contemplan el uso de instrumentos macroeconómicos para estimular la demanda interna. Persiste la inquietud en ambas regiones, aunque con mayor razón en el caso de Asia, ante el peligro de que el encarecimiento de los productos básicos aliente las presiones inflacionarias. Además, también parece existir un conflicto entre las exigencias a corto plazo y las consideraciones de largo plazo. En Europa, por ejemplo, la utilización de la política fiscal colisiona con los elevados niveles de deuda, las presiones demográficas y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De hecho, Europa agotó su margen de maniobra fiscal hace ya algunos años. En Asia, con la notable excepción de Japón, las posiciones fiscales registradas parecen, en líneas generales, más saneadas. Con todo, en muchos de estos países y por supuesto en China, la inquietud por los costes de la reestructuración de los sistemas financieros, que en última instancia recaerán sobre el contribuyente, suponen una restricción adicional que no sería prudente dejar de lado. Por otra parte, la recomendación de unas políticas monetarias más expansivas colisiona frontalmente con el endurecimiento generalizado de la política económica necesario para reducir los desequilibrios internos a largo plazo antes descritos, en un entorno de persistente preocupación por la inflación. Los conflictos de esta naturaleza explican por qué, por vez primera en varias décadas, los observadores de los bancos centrales de algunos países están incluso discutiendo sobre la dirección de los cambios de la política monetaria, en vez de hacerlo sobre su calendario y su magnitud.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio también repercuten de forma variada. La depreciación del dólar se ha producido hasta ahora de manera ordenada, aunque básicamente frente a las monedas con un tipo de cambio realmente flotante. El resultado es que el valor actual del dólar, expresado en términos efectivos reales, no es inferior al promedio de los últimos 30 años. Dada la escasa repercusión que parece haber tenido por ahora la depreciación del dólar para el déficit comercial de Estados Unidos—debido, en parte, a su limitado impacto sobre los precios internos— parecen casi inevitables oscilaciones adicionales de los tipos de cambio. El renminbi chino y otras monedas asiáticas de su órbita son sin duda candidatos a revaluarse. Aunque las autoridades chinas tienen motivos de sobra para preocuparse por la revaluación (dada su repercusión en el sistema financiero y en los ingresos de los campesinos), sería mejor que abordaran estas inquietudes mediante la aplicación de políticas internas. Además, un tipo de cambio más flexible permitiría frenar las enormes entradas de capital que agravan los crecientes desequilibrios internos, que a su vez amenazan la sostenibilidad de la prolongada expansión de la economía china. Asimismo, una mayor flexibilidad cambiaria proporcionaría a la política monetaria un mayor margen de maniobra para contener la inflación en el país.

Las oscilaciones de los tipos de cambio reales incentivan una adecuada reasignación de los recursos entre los sectores productores de bienes comerciables y no comerciables, a la que no debería interponérsele ningún obstáculo. Con independencia de la situación de la balanza comercial, la introducción de cambios estructurales en los países cuyas monedas se aprecien también debería favorecer sus intereses internos. En Japón, las necesidades más apremiantes consisten en liberar al sector servicios de la regulación asfixiante que comprime los beneficios y en aumentar la predisposición a cerrar compañías insolventes en el sector de bienes comerciables. Por su parte, Europa continental probablemente se enfrenta al mayor desafío en cuanto a los ajustes necesarios, puesto que los precios de numerosos servicios están regulados, los salarios relativos son inflexibles y los costes laborales no salariales son elevados, obstáculos todos ellos que deben ser eliminados. En China, la proporción de los servicios en el PIB se sitúa en torno al 30%. Teniendo en cuenta que en Brasil por ejemplo el equivalente de este parámetro ronda el 50%, no cabe duda de que debe desterrarse aún más el legado de la planificación central con el fin de incentivar la producción de bienes no comerciables.

Por último, aunque Estados Unidos cuenta con una estructura de producción interna especialmente flexible, el ajuste que precisa es sustancial. El rejuvenecimiento del sector industrial no resultará tarea fácil, dada su reducción hasta tan sólo el 10% del PIB y la escasez de sus beneficios. Tampoco resulta alentador que el sector de bienes comerciables apenas haya participado por ahora de la reciente recuperación de la inversión en Estados Unidos. Es posible que el mayor obstáculo a la expansión de la producción de servicios y bienes comerciables en este país sea la amenaza competitiva procedente de China, la India y otras economías de mercado emergentes. En este sentido, debe admitirse que el momento actual no es propicio para tratar de recuperar cuota de mercado internacional.

Si bien apenas hay dudas sobre las medidas necesarias para solucionar los desequilibrios externos, también es evidente que buena parte de ellas no van a aplicarse a corto plazo. Uno de los motivos son los conflictos de política económica interna ya señalados. De hecho, incluso medidas como una reducción del déficit presupuestario estadounidense, deseables tanto por razones internas como internacionales, podrían fácilmente ser presa de disputas políticas y de intereses creados. Aún peor, las autoridades económicas que responsabilizan a las políticas ajenas de los desequilibrios externos, al tiempo que niegan su propia culpabilidad, podrían mientras tanto desestabilizar los mercados financieros y exacerbar los problemas que los órganos rectores de las políticas debieran intentar resolver. Sin embargo, también subyacen razones más generales. Así, no se está prestando suficiente atención a las cuestiones sistémicas, ni se reconoce lo suficiente que las medidas que sólo persiguen el interés propio pueden distar mucho de ser óptimas. Lo que se precisa ahora es un verdadero diálogo entre todas las partes afectadas por los desequilibrios externos y su compromiso para adoptar medidas que, aunque sean ingratas en el presente, evitarán alternativas aún más desagradables en el futuro.

## Marcos a largo plazo para la estabilidad macrofinanciera

Una cosa es lidiar con los problemas a medida que surgen y otra bien distinta diseñar marcos que prevengan la aparición de problemas en primer lugar. Resulta evidente que los cambios fundamentales por los que han atravesado los sistemas económico, financiero y monetario mundiales y que se han identificado en la Introducción a este Informe Anual han reportado cuantiosos beneficios económicos. El desafío al que se enfrenta la política económica consiste en conciliar estas ganancias seculares de “eficiencia” económica con las medidas que cabría adoptar para reducir los costes de las perturbaciones periódicas que resultan de la interacción de los mencionados cambios.

### *¿Hacia un marco de estabilización macrofinanciera interna?*

Si se optara por introducir un marco de estabilización macrofinanciera, una de las líneas directrices debería ser una aplicación más simétrica de las políticas reguladoras y monetarias a lo largo del ciclo, a semejanza de las prescripciones de política fiscal que recalcan la conveniencia de acumular superávit durante la fase de auge económico a fin de “preservar cierto margen de maniobra”. En el caso de la política reguladora, esta mayor simetría debería implicar una acumulación de capital adicional en las épocas de bonanza. De este modo, no sólo contribuiría a limitar una expansión excesiva del crédito, sino que también permitiría reducir ese capital hasta cierto punto durante las recesiones, a fin de amortiguar los efectos económicos de las restricciones crediticias concomitantes. Asimismo, en un entorno de excesivo crecimiento del crédito, una política monetaria más restrictiva atenuaría los excesos más nocivos y podría evitar la necesidad de una expansión monetaria radical a posteriori que bien podría resultar en un descenso de los tipos de interés oficiales hasta su límite inferior cero. Esta política podría ser muy ventajosa en caso de registrarse un grado de deflación no deseado en un entorno de ese tipo.

En la práctica, puede aplicarse una política reguladora más simétrica de varias maneras. Si los reguladores llegaran al convencimiento de que los riesgos sistémicos han alcanzado niveles peligrosos, podrían valerse de medidas discrecionales, pudiendo por ejemplo endurecer los coeficientes de reserva de caja y de liquidez, la relación préstamo-valor, los requisitos de garantía, las exigencias de constitución de márgenes y los periodos de reembolso. De hecho, los bancos centrales de los países industrializados utilizaron con frecuencia estas medidas hace ya algunos años, mientras que las autoridades de Hong Kong RAE y de otros países han cosechado buenos resultados con su aplicación más reciente. Por el contrario, cuando las autoridades no estén tan seguras de su capacidad para predecir situaciones extremas, podrían recurrir en mayor medida a indicadores sencillos para instar a la observancia de una conducta más prudente. Podrían utilizarse en principio normas prudenciales relativas a la tasa de crecimiento del crédito o a los precios de los activos para influir sobre la valoración del riesgo, sobre los saneamientos por préstamos fallidos (en el caso de pérdidas esperadas) o sobre la acumulación de capital (en el caso de pérdidas inesperadas). En

España ya se ha aplicado un “sistema de dotación dinámica de provisiones por insolvencias” por el que las provisiones deben crecer conforme aumenta el volumen de préstamos, asumiéndose que las pérdidas futuras serán similares a las experimentadas en el pasado, medidas a lo largo de todo el ciclo económico.

Para dotar de mayor simetría a la política monetaria, también puede optarse por la discrecionalidad o por sencillos indicadores prescriptivos. En cuanto a la primera opción, tanto el Banco de Inglaterra como el Banco de la Reserva de Australia admitieron el año pasado la importancia que concedieron a la subida de los precios de la vivienda y a la expansión del crédito, así como al fuerte crecimiento de la demanda, a la hora de aumentar sus respectivos tipos de interés oficiales. Por motivos similares, el Sveriges Riksbank no redujo sus tipos de interés en la medida que habría cabido esperar, dado que la tasa de inflación se encontraba por debajo del objetivo fijado. Con respecto a la conducta basada en indicadores prescriptivos, cabe destacar el enfoque del BCE basado en dos pilares. Sin embargo, en este ámbito se sugiere algo distinto: la utilización de los datos monetarios y crediticios como base para una estrategia de contención de los excesos financieros en general, más que para el control específico de las presiones inflacionarias.

Un problema concreto consiste en identificar el momento en el que la acumulación de un desequilibrio financiero es tal que puede conllevar costes macroeconómicos importantes. Ahora bien, la orientación macrofinanciera debe al menos garantizar que los responsables de las políticas están mirando en la dirección adecuada. De este modo, quienes se ocupan de las deficiencias del sector financiero prestarían mayor atención a las áreas donde es más probable que las tensiones repercutan en otros sectores. Una consecuencia de lo anterior sería que los bancos, al ser proveedores de liquidez, deberían lógicamente acaparar más atención que otras instituciones, y las instituciones grandes deberían vigilarse más de cerca que las pequeñas. De hecho, para tener en cuenta estas externalidades, podría justificarse que las normas prudenciales fueran más estrictas para estas instituciones, en igualdad de condiciones. Otra consecuencia es que, dada la creciente importancia del mercado tanto para proporcionar financiación como para transferir riesgos, el seguimiento del mercado y la evaluación del desarrollo estructural tendrían que mejorar aún más. Por último, puesto que los sistemas de pago y liquidación son, por definición, sistémicos, el seguimiento de su eficacia cobraría aún mayor importancia.

Además, la identificación cuantitativa de los desequilibrios sistémicos también ha ido mejorando. En cuanto a los datos, el FMI ha sugerido la elaboración de una lista de indicadores de solidez financiera (Financial Soundness Indicators) por países, cuya aplicación está examinando actualmente en el marco de su Programa de Evaluación del Sector Financiero. Con respecto al seguimiento, numerosos bancos centrales comienzan ahora a evaluar la solidez de sus propios sectores financieros, así como las vulnerabilidades derivadas de la situación financiera del sector empresarial y de los hogares. La difusión de los resultados obtenidos está mejorando

merced a su frecuente publicación en revistas de estabilidad financiera. Además, en los últimos años, la utilización de modelos cuantitativos ha permitido mejorar sin duda la capacidad para evaluar los riesgos derivados de las crisis bancarias y monetarias. Parece que las mediciones de los desequilibrios internos y externos, generalmente definidos como desviaciones sustanciales y persistentes de las variables financieras respecto de la norma previamente establecida, tienen en efecto cierta capacidad de predicción.

Al mismo tiempo, pese a los avances para fortalecer nuestra capacidad de análisis, todavía existen importantes limitaciones. Las mejoras en la intermediación permiten sostener unos porcentajes deuda-ingresos más elevados que en el pasado, lo que dificulta la estimación cuantitativa del momento exacto en el que estos coeficientes se tornan excesivos. Además, algunos datos básicos suelen ser imprecisos. Así, es probable que tanto las calificaciones externas e internas como las medidas del riesgo de crédito basadas en el mercado se vean ocasionalmente afectadas por oleadas de optimismo o de pesimismo, de modo que podrían no informar adecuadamente sobre los peligros futuros para cada componente del sistema. Igualmente, la utilización de datos agregados a efectos de predicción no alcanza a reflejar interacciones que pueden ser de naturaleza compleja y no lineal. Debemos conocer mejor la distribución de riesgos en el sistema, así como la probabilidad de que diferentes participantes en los mercados reaccionen de la misma forma ante perturbaciones similares. De hecho, necesitamos mejores herramientas para efectuar pruebas de tensión sobre el conjunto del sistema financiero, así como para poder comprobar el modo en que las tensiones podrían retroalimentarse después y afectar a la economía real, lo que induciría a su vez otra serie de perturbaciones dentro del sistema financiero y así sucesivamente. Nada de esto será tarea fácil.

En caso de que las agencias relevantes reconocieran de mutuo acuerdo la aparición de un problema de desequilibrio, ¿cómo reaccionarían las autoridades? El primer paso sería probablemente coordinar las declaraciones sobre su inquietud. La amenaza de una respuesta de política económica podría instar a acreedores y deudores a revisar sus estrategias de inversión. En caso de precisarse alguna actuación discrecional posterior, podría recurrirse en primera instancia a la regulación prudencial si la salud del sistema financiero estuviese en peligro. En tal caso, una importante implicación para los reguladores, derivada de la preocupación sobre el funcionamiento del sistema en su conjunto, es que tendrían que concederle la debida importancia al problema de la "falacia de la composición". Así, una recomendación que fuese adecuada para una sola institución, podría no tener sentido para el sistema en su conjunto. Por el contrario, podría utilizarse en primer lugar la política monetaria si las inquietudes derivaran básicamente de una mayor asunción de riesgos por parte de los deudores, siempre que se estimase que el sistema financiero gozaba todavía de buena salud.

En cuanto a los mecanismos institucionales, el principal problema que surgiría al separar la supervisión reguladora de la labor del banco central es que las cuestiones de estabilidad macrofinanciera podrían caer en tierra de nadie. Es decir, las agencias implicadas observarían el agravamiento de las

dificultades pero asumirían que otro organismo adoptaría las medidas oportunas. Un instrumento para subsanar esta deficiencia sería la celebración de reuniones periódicas entre altos cargos de bancos centrales, agencias reguladoras y Tesoros públicos a fin de cooperar en el seguimiento de la coyuntura y en la identificación de problemas. Resulta interesante destacar que dicho mecanismo ya existe en la esfera internacional —el Foro sobre la Estabilidad Financiera—, pero no en el ámbito interno de muchos países. En las economías donde diversas agencias gubernamentales han creado grupos de trabajo conjuntos destinados a facilitar la gestión y solución de las crisis, la medida más sencilla consistiría en una redefinición de sus funciones de forma que también incluyeran la prevención de crisis.

Cabe preguntarse por los obstáculos que impiden en la práctica la aplicación del citado marco y si es posible su eliminación. Quizás el mayor impedimento sea simplemente la falta de convencimiento de que los desequilibrios internos podrían acarrear más riesgos para la economía o para el sistema financiero, así como las dudas en cuanto a la identificación temprana de estos desequilibrios; en suma, un nuevo marco no sería ni necesario ni viable. Aun así, el primero de estos argumentos podría desmontarse si se aceptara la utilización de una estrategia de optimización minimax que pondera en mayor medida la prevención de “resultados nefastos” en un entorno de gran incertidumbre. En tal caso, la carga de la prueba recaería en los agentes dispuestos a aceptar los riesgos a largo plazo asociados a una desviación considerable de las políticas con respecto a los patrones históricos. Además, la identificación de los desequilibrios sería sin duda más sencilla si se investigara más en el ámbito de lo que desafortunadamente parece ser un conjunto paulatinamente creciente de datos históricos sobre crisis financieras.

¿Qué obstáculos concretos impedirían la intervención de los reguladores con arreglo al nuevo marco? Un primer problema estriba en que, tras décadas de atención preferente a las instituciones a título individual, algunas autoridades económicas podrían no estar de acuerdo en que pueda surgir inestabilidad financiera incluso cuando las distintas instituciones parecen robustas. Un segundo problema radica en que las autoridades carecen por lo general de las facultades atribuidas más arriba. Con respecto al primer problema, la cultura de los reguladores ya ha experimentado cambios espectaculares, que podrían profundizarse merced a una interacción más continua con otros agentes implicados en estas cuestiones de naturaleza sistémica. En cuanto al segundo problema, los reguladores podrían quedar investidos con las facultades necesarias si los legisladores llegaran a convencerse de su conveniencia. Aunque esta evolución podría parecer improbable, no hay que olvidar que la lucha contra la inflación durante los años 60 y 70 concitaba escaso apoyo público, mientras que en la actualidad el reconocimiento de la conveniencia de esta política es casi universal.

Otro interrogante consiste en saber qué impedimentos concretos obstaculizarían la operativa de los bancos centrales conforme al nuevo marco. El primero y más relevante es la posibilidad de un conflicto entre éste y el

objetivo de estabilización de la inflación en un nivel reducido pero positivo, como ocurriría cuando, en una situación de inflación controlada, el nuevo marco sugiriera la necesidad de una política monetaria más restrictiva. En este sentido, quizás la primera cuestión a plantearse sea la conveniencia de mantener una inflación reducida pero positiva en presencia de una serie continua de perturbaciones favorables de la oferta. Este interrogante analítico ya suscitó un animado debate durante el periodo de entreguerras y merece atención de nuevo. Sin embargo, aun asumiendo el mantenimiento de este objetivo, no parecería difícil lograr una adaptación de los actuales regímenes orientados al control de la inflación, de modo que incluyan el tratamiento de los desequilibrios financieros internos. Luchar contra los excesos financieros cuando los niveles de inflación son inicialmente reducidos equivale a combatir la deflación a largo plazo necesaria para corregir esos excesos. En situaciones normales, un banco central podría gestionar su política como hasta ahora, pero también tendría que dejar bien claro, a través de su seguimiento público de los indicadores de vulnerabilidad financiera, que la conducción de su política ha de reflejar ocasionalmente esas inquietudes a largo plazo sobre la estabilidad de precios.

#### *¿Hacia un marco de estabilización macrofinanciera internacional?*

En cierto sentido, resulta extraño que los desequilibrios financieros internos no ocupen una posición destacada entre las prioridades de las autoridades económicas, cuando los desequilibrios internacionales han constituido durante siglos motivo de preocupación. De hecho, todas las versiones anteriores del sistema monetario internacional fueron diseñadas para evitar la falta de control sobre estos desequilibrios. Por ejemplo, el patrón oro incorporaba un proceso no siempre fluido de ajuste automático de los desequilibrios comerciales. Así, con la denominada "trinidad imposible" como telón de fondo, los países mantenían el tipo de cambio fijo y los flujos de capital sin restricciones, pero tenían que ceder su independencia monetaria en aras de la disciplina sistémica. Con el sistema de Bretton Woods, los países mantenían el tipo de cambio fijo y la independencia de su política monetaria, pero renunciaban a la libre circulación de capital. El FMI desempeñaba básicamente el papel de árbitro, disciplinando a los países con abultados déficit exteriores. Más tarde, cuando la creciente libertad de los flujos de capital socavó el sistema de Bretton Woods, se asumió que unos tipos de cambio flexibles permitirían reducir los desequilibrios comerciales antes de que alcanzaran proporciones desorbitadas. Dada la magnitud de los recientes desequilibrios por cuenta corriente, encabezados por el déficit de Estados Unidos, este último supuesto es cada vez más cuestionado. Conforme se señaló anteriormente, las principales inquietudes se refieren a la posibilidad de que una caída brusca de la demanda de activos denominados en dólares genere inestabilidad en los mercados financieros mundiales, o a la posible multiplicación de las presiones en favor de medidas proteccionistas.

Cabría preguntarse entonces qué elementos del actual sistema monetario y financiero internacional han contribuido a este resultado y qué modificaciones podrían acometerse a fin de evitar futuros problemas. La idea

básica parece ser que ya no disponemos de un sistema que de algún modo obligue a los países a alterar sus grados relativos de absorción interna y sus correspondientes tipos de cambio, de manera que los desequilibrios externos se reduzcan de forma ordenada. Una serie de importantes países acreedores, sobre todo de Asia, ha adoptado medidas para mantener reducido el valor de sus monedas frente al dólar, impidiendo así el necesario ajuste a la baja de la divisa estadounidense en términos efectivos. En suma, no contamos con un auténtico sistema de tipos de cambio flexibles, pero al mismo tiempo nos encontramos muy alejados del sistema de Bretton Woods. Los principios para el ajuste postulados por el FMI nunca han gozado de mucho predicamento entre los países acreedores, lo que se hace si cabe más patente hoy en día. Aunque la lógica dicta que utilizando políticas coherentes con la resolución de los desequilibrios internos tanto en los países deudores como en los acreedores es posible enderezar también los desequilibrios externos, no es algo que pueda darse por sentado. En cualquier caso, no es probable que así suceda. Esto nos conduce a preguntar qué cambios institucionales serían recomendables a fin de fortalecer el proceso de ajuste internacional. Tres opciones merecen atención.

En primer lugar, cabría considerar el retorno a un sistema más reglado. Diversos académicos han sugerido la creación de una única moneda internacional. En el contexto de la trinidad imposible, este retorno implicaría que las autoridades nacionales renunciaran a su política monetaria y a los controles a los flujos de capital aún existentes. Una recomendación más realista sería la formalización de un pequeño número de bloques o áreas monetarias (basados, por ejemplo, en el dólar, el euro y el renminbi/yen), si bien resulta evidente que las fluctuaciones entre las monedas de estas áreas deberían gozar de una mayor libertad. Tampoco este sistema descartaría unos flujos de capital excesivos, impulsados por un optimismo erróneo acerca de una u otra área monetaria, que derivarían en fluctuaciones perturbadoras de los tipos de cambio y en asignaciones ineficientes de los recursos a escala internacional. En este sentido, parece que las economías asiáticas vienen estableciendo contactos y procedimientos de cooperación monetaria regional de índole más formal. No obstante, esta colaboración aún está lejos de parecerse al mecanismo cambiario predecesor del euro y a mayor distancia incluso de un sistema de moneda única.

Una segunda opción consistiría en el retorno a un sistema más parecido al de Bretton Woods. La historia nos muestra que este sistema sólo funcionaría de manera óptima si existieran controles a los flujos de capital más estrictos que los actuales, lo que acarrearía sus propios costes. Además, tendrían que reforzarse sustancialmente las potestades del FMI para que pudiera exigir tanto a acreedores como a deudores el desempeño de su cometido en el proceso de ajuste internacional, lo que podría a su vez desincentivar la acumulación de enormes volúmenes de reservas por parte de los países como estrategia de auto-aseguramiento. No es necesario señalar lo ardua que resultaría la tarea de persuadir a los distintos países, sobre todo a los más grandes, para que renunciaran voluntariamente a su soberanía en el sentido apuntado.

La tercera opción, y la más prometedora en la práctica, se basaría en soluciones informales de cooperación, que reconocieran las interdependencias y la necesidad de evitar situaciones que pudiesen derivar en perturbaciones sistémicas. Esta opción exigiría, como mínimo, que los principales países acreedores y deudores intercambiaran con regularidad sus puntos de vista acerca de si existen problemas y, en caso afirmativo, debatieran las políticas que podrían contribuir a resolverlos. En el marco de la trinidad imposible, esto implicaría que los órganos decisorios de la política monetaria nacional deberían aceptar en ocasiones restricciones sobre determinados aspectos de sus conductas. No obstante, y a semejanza del tratamiento de los desequilibrios internos, no deben subestimarse los obstáculos a la libre actuación derivados de diferencias en la percepción del riesgo sistémico, de diferentes culturas y modelos analíticos, y del mero interés nacional.

---

En suma, toda decisión de política conlleva compromisos y discrecionalidad, y las políticas de estabilidad macrofinanciera no son una excepción. Por una parte, el entorno macroeconómico de mayor estabilidad que hemos experimentado durante los últimos 20 años y el marco de política del que se ha nutrido han brindado incuestionables beneficios. Por la otra, no resulta complicado encontrar síntomas de nuevas tensiones y no pueden descartarse futuros problemas. Lo que aquí se sugiere es que los desequilibrios financieros, tanto nacionales como internacionales, requieren una atención más sistemática, que podría lograrse mediante una adaptación evolutiva del actual marco de política económica. Aunque persisten claros obstáculos al respecto, no serían insuperables para quienes consideran que existe un problema que exige una solución.