

IV. La política monetaria en los países industriales avanzados

Aspectos más destacados

Durante el periodo analizado, la política monetaria se tornó por lo general más restrictiva, con el aumento de las tasas de interés oficiales por parte de los bancos centrales de los países industriales avanzados. El cambio de signo reflejó en gran medida la creciente utilización de los factores productivos en el marco de una demanda mundial cada vez mayor y la consiguiente amenaza de presiones inflacionistas. Los elevados precios de las materias primas, en especial los del petróleo a comienzos del periodo, alimentaron la preocupación de que la dinámica inflacionista a corto plazo pudiera transmitirse a las expectativas de inflación a más largo plazo.

En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo sin variación las tasas de interés durante la mayor parte del periodo, al moderarse la actividad económica y preverse una disminución prácticamente generalizada de las presiones inflacionistas. No obstante, aumentó la inquietud ante la posibilidad de que la deseada moderación de la inflación subyacente en Estados Unidos no llegara a materializarse. El BCE endureció considerablemente su política, basándose entre otras cosas en la menor holgura de la capacidad productiva y en el rápido crecimiento del dinero y del crédito. El Banco de Japón se vio inmerso en circunstancias bien distintas. Tras haber superado buena parte de los impedimentos estructurales para el crecimiento, la economía japonesa dio señales más esperanzadoras de recuperación sostenida. El Banco de Japón se sirvió de su nuevo marco de política monetaria de «doble perspectiva» para justificar dos incrementos de la tasa de interés oficial, que aun así seguía muy baja al final del periodo.

Otros países industriales avanzados adoptaron en general una política monetaria más restrictiva ante una variada combinación de factores externos e internos. El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia endurecieron sus políticas en un entorno de tasas de interés oficiales relativamente elevadas, pero con niveles de inflación medios o altos para el gusto de las autoridades monetarias. El Banco Central de Noruega, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional de Suiza siguieron avanzando hacia la normalización de las tasas de interés oficiales, partiendo de un nivel comparativamente bajo.

A pesar de las subidas de las tasas de interés oficiales y de los reducidos niveles generales de inflación, en ciertos ámbitos se expresó preocupación por el rápido crecimiento del dinero y del crédito. Esta inquietud ha venido determinada hasta cierto punto por la evolución de las posturas sobre el papel que han de desempeñar los agregados monetarios y crediticios en la dirección de la política monetaria. Para aclarar este debate, la última sección de este

capítulo valora los distintos puntos de vista a la luz de la experiencia de los bancos centrales en los últimos 35 años.

Análisis de la evolución

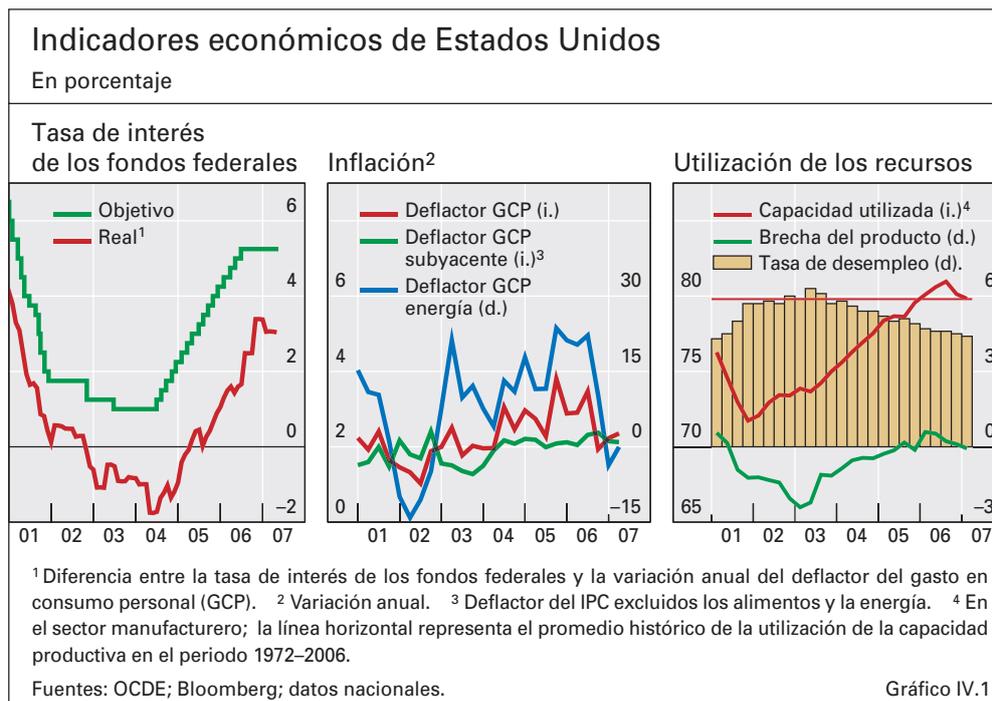
Estados Unidos

La Reserva Federal comenzó el periodo analizado reduciendo de nuevo el grado de acomodación de su política. En junio de 2006 elevó la tasa de interés objetivo de los fondos federales hasta el 5,25% (el decimoséptimo incremento consecutivo de 25 puntos básicos) y no la volvió a modificar desde entonces (véase el Gráfico IV.1). No obstante, esta estabilidad ocultó los cambiantes riesgos que las autoridades monetarias hubieron de contrapesar conforme evolucionaban las perspectivas económicas y de inflación. Durante la mayor parte del periodo, la cuestión fundamental para la Reserva Federal consistió en determinar si sería necesario tomar medidas adicionales, principalmente encaminadas a endurecer su política, para garantizar una disminución gradual de la inflación subyacente y un crecimiento económico sostenible. Pero, según avanzaba el año, el temor a que el producto rebasara significativamente su trayectoria sostenible empezó a disiparse de la mano de la moderación de la actividad económica. La evolución posterior de los hechos dio en gran medida la razón a la Reserva Federal en cuanto a que, como respuesta retardada al incremento de las tasas de interés, la economía, y en particular el mercado de la vivienda, perderían fuerza.

La política monetaria se tornó más restrictiva antes de hacer una larga pausa

Los datos disponibles a finales de 2006 y comienzos de 2007 influyeron notablemente en la valoración de la Reserva Federal sobre las perspectivas de crecimiento. Diversas fuerzas compensatorias se dejaron sentir en este entorno, creando incertidumbre sobre la adecuada orientación de la política

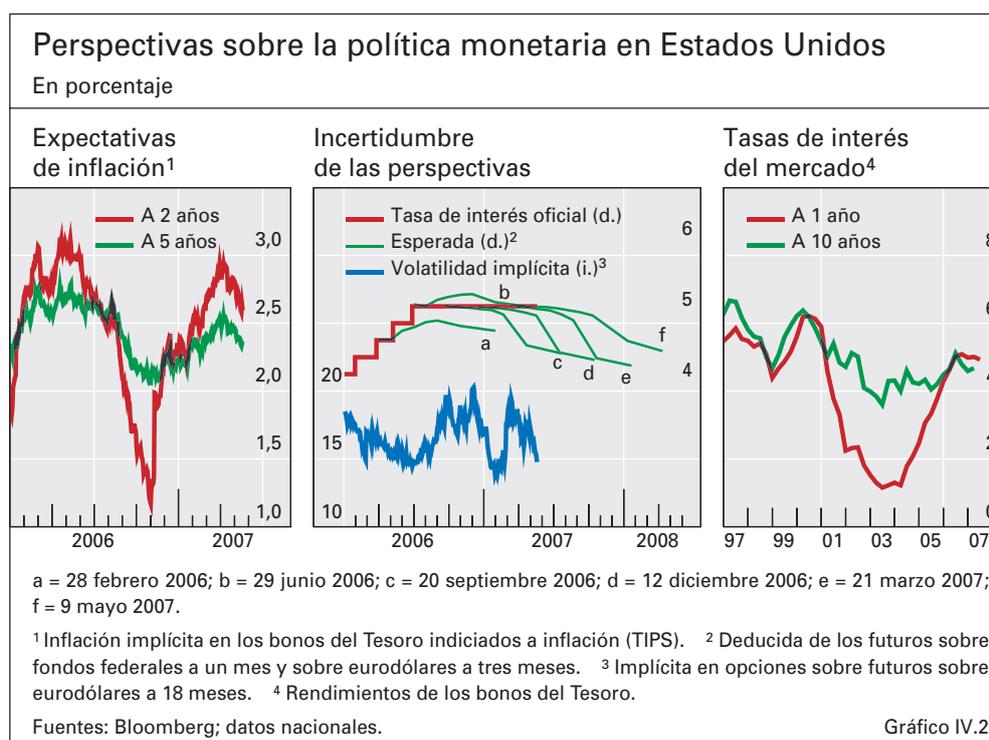
La actividad económica se moderó...



monetaria. A diferencia de los ajustes que fueron produciéndose en los sectores sensibles a las tasas de interés, que contribuyeron a una satisfactoria moderación de la actividad económica, los crecientes problemas en el mercado hipotecario de alto riesgo hicieron temer una desaceleración más acentuada e intensa en el sector inmobiliario (véase el Capítulo II). Los indicios de repercusiones bastante leves en otros mercados y en la propensión al gasto de los consumidores alentaron la confianza en que las eventuales consecuencias serían limitadas en el corto plazo. No obstante, con este telón de fondo, el escaso dinamismo de la inversión empresarial (un tanto atípico si se consideran los reducidos diferenciales de la deuda, los sólidos beneficios de las empresas y la moderada expansión de la demanda agregada) ganó peso a la hora de valorar los riesgos a la baja para el crecimiento.

... pero la inflación subyacente fue elevada

Al mismo tiempo, la Reserva Federal expresó cierta inquietud por el elevado nivel de la inflación subyacente y la posibilidad de que repuntasen las expectativas de inflación. Si bien los altos precios de las materias primas energéticas y no energéticas contribuyeron a desacelerar la actividad económica, también ejercieron presiones al alza sobre la inflación general, que parecieron transmitirse de forma gradual a la inflación subyacente, especialmente en 2006. Aunque las presiones ejercidas por los precios energéticos remitieron a finales de año, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) se mostró cada vez más preocupado por que la inflación subyacente pudiera alcanzar o rebasar el extremo superior del intervalo más propicio para lograr crecimiento sostenible y estabilidad de precios a medio plazo. Aunque el FOMC esperaba una moderación de la inflación subyacente, también tuvo muy presente la posibilidad de que la inflación no disminuyera tanto como se esperaba, con lo que las expectativas al respecto podrían llegar a consolidarse en un nivel



demasiado elevado (véase el Gráfico IV.2). Esta posibilidad se intensificó por el mayor tensionamiento de los mercados de trabajo y el repunte de las presiones salariales en determinados sectores. Además, a la luz de los indicios que apuntan a cierto aplanamiento de la curva de Phillips a corto plazo, la reducción de la inflación podría comportar un coste en términos de producto más elevado que en el pasado.

La comunicación de la Reserva Federal con el público también evolucionó durante el periodo analizado. A medida que las perspectivas sobre política monetaria iban dependiendo cada vez más de los datos, el FOMC apuntó que por lo general al público le resultaría más difícil anticipar por completo sus futuras decisiones de política monetaria, debido al carácter más contingente de sus comunicados. Aunque esto no supuso un cambio en la transparencia del FOMC, sí que dejó huella en los mercados financieros, como revelan las fluctuaciones en las previsiones a seis meses vista de las tasas de interés oficiales implícitas en los futuros sobre fondos federales en 2007. No obstante, según se infiere de la volatilidad implícita en las opciones, el nivel general de incertidumbre siguió rondando mínimos históricos (véase el Gráfico IV.2).

Al final del periodo, los mercados consideraban que la orientación a corto plazo de la tasa de interés de los fondos federales era algo más incierta de lo que había sido en general en los últimos años. Por un lado, mientras la inflación subyacente se mantuviera en el límite superior del nivel presumiblemente cómodo para el FOMC, o incluso por encima, el Comité dejaba abierta la posibilidad de tener que subir las tasas de interés o de prolongar el periodo en que las mantendría inalteradas. Por otro, si las expectativas del FOMC de moderación de la inflación subyacente se materializaran sin necesidad de ajustar la tasa de interés oficial, o si la economía registrara una desaceleración más pronunciada de lo esperado, las tasas de interés probablemente se ajustarían a la baja. Aun así, las tasas de interés a largo plazo se mantuvieron reducidas, mostrando una aparente insensibilidad ante estas incertidumbres a corto plazo, y se movieron en una estrecha banda en torno al 5%.

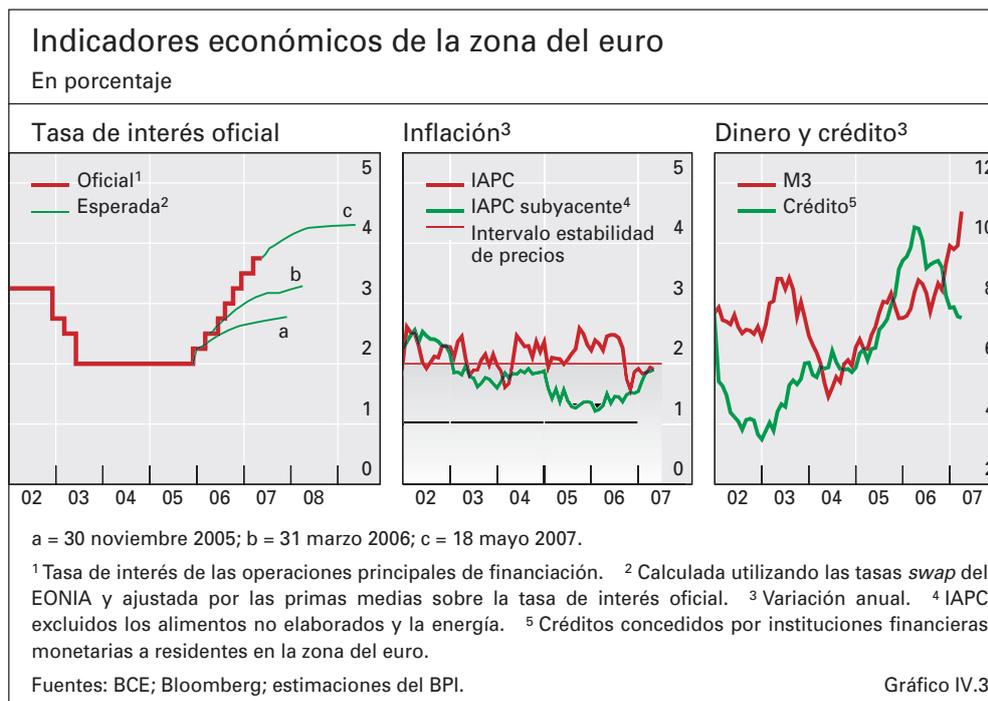
Zona del euro

La política monetaria en la zona del euro se hizo bastante más restrictiva en el periodo analizado. El BCE elevó en cinco ocasiones la tasa de interés oficial en 25 puntos básicos hasta situarla en el 3,75%, prosiguiendo así el proceso de normalización iniciado a finales de 2005. Con anterioridad, la tasa de interés oficial se había incrementado hasta el 2,5% desde el nivel históricamente bajo del 2% que había prevalecido durante dos años y medio (véase el Gráfico IV.3). Este endurecimiento de la política se produjo en gran medida como consecuencia de los indicios de riesgos al alza para la inflación detectados en el análisis tanto económico como monetario del BCE, aunque la inflación observada se mantuvo muy contenida. No obstante estas medidas, el BCE seguía considerando que su política era acomodaticia. Los participantes en el mercado también parecían esperar un mayor endurecimiento en 2007 hasta el 4,5%, aproximadamente 75 puntos básicos por encima de donde

Perspectivas de política monetaria más inciertas y dependientes de los datos...

... especialmente respecto de la evolución de la inflación

El BCE continuó elevando las tasas de interés...



pronosticaban hace un año que finalizaría el proceso de subidas de las tasas oficiales.

La trayectoria de la tasa de interés oficial esperada por los mercados se elevó durante el periodo analizado, en gran medida porque el ritmo de la actividad económica y su impulso asociado fueron más vigorosos de lo esperado, lo que podría traducirse en un incremento de las presiones inflacionistas. El crecimiento del PIB real en 2006 superó el límite superior del intervalo proyectado por los expertos del BCE a principios de ese año, al tiempo que su proyección para 2007 se revisó al alza en cerca de medio punto porcentual.

La inflación general medida por el IAPC disminuyó a lo largo del periodo hasta situarse en el 1,9% en marzo de 2007, en consonancia con el objetivo de estabilidad de precios del BCE, basado en una tasa de inflación inferior, pero cercana, al 2%. La inflación subyacente continuó siendo moderada, pero tendió al alza. Según las proyecciones del BCE, la inflación general se situará en un intervalo centrado ligeramente por debajo del 2% en 2007 y en el 2% en 2008. No obstante, el BCE consideró que las perspectivas de inflación estaban sujetas a riesgos alcistas. El sólido avance del producto coincidió con la caída de la tasa de desempleo hasta niveles históricamente bajos, y el BCE se mostró preocupado por un posible repunte de los incrementos salariales (véase el Capítulo II). En esta valoración al alza de los riesgos también influyó la posibilidad de que los precios del petróleo volvieran a subir y de que se produjeran revisiones al alza adicionales de los precios administrados y los impuestos indirectos.

El análisis monetario del BCE confirmó la valoración de riesgos alcistas para las perspectivas de inflación. El crecimiento interanual de M3 repuntó hasta el 10,9% en marzo de 2007, el nivel más alto desde la introducción del euro. Además, a diferencia de años anteriores, el rápido crecimiento de M3 no pareció reflejar desinversiones en activos a más largo plazo, sino más bien las

... ante el vigor de la actividad económica...

... e incluso cuando la inflación disminuyó

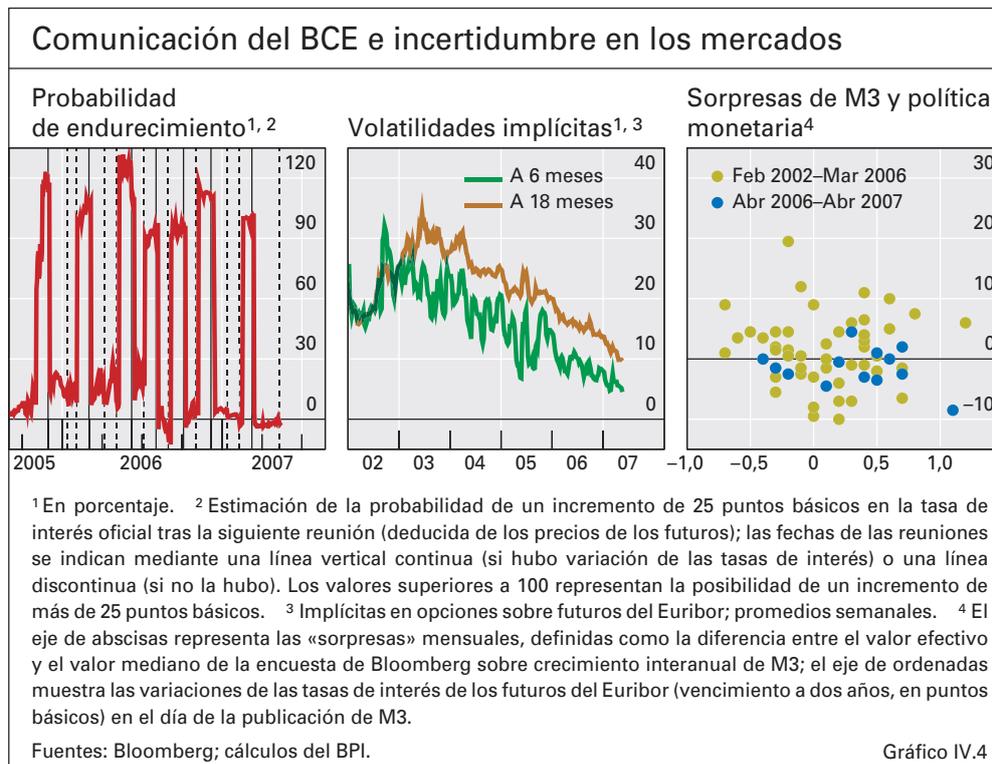
La caída del desempleo...

... y el rápido crecimiento monetario señalaron riesgos de inflación

medidas de las instituciones financieras para costear el continuo crecimiento vigoroso de los activos. El crédito total concedido en marzo de 2007 por las instituciones financieras monetarias a residentes en la zona del euro fue un 7,7% superior al nivel registrado el año anterior. El incremento significativo y continuado de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro fue consecuencia del nivel generalmente bajo de las tasas de interés, de la sólida expansión económica y de la pujanza de los mercados inmobiliarios en numerosas regiones de la zona del euro. En definitiva, una acumulación de liquidez y un conjunto de factores que el BCE consideró que requerían un seguimiento especialmente atento.

Los éxitos y los retos de la comunicación del BCE quedaron reflejados en la reacción de los mercados financieros ante la evolución monetaria. El Banco trató de ser razonablemente previsible en sus decisiones de política monetaria a corto plazo, y en líneas generales lo consiguió. Los participantes en el mercado han podido anticipar dichas decisiones con bastante acierto durante el actual episodio restrictivo (véase el Gráfico IV.4). Tras las declaraciones que siguieron a cada una de las reuniones mensuales del Consejo de Gobierno, la probabilidad de un incremento de la tasa de interés oficial en la siguiente reunión, implícita en los futuros sobre tasas de interés, bien se disparó hasta casi el 100% o bien cayó hasta situarse prácticamente en cero, manteniéndose cercana a estos valores hasta la siguiente decisión, que fue en todos los casos correctamente anticipada. Esta previsibilidad de las decisiones de política monetaria a corto plazo podría haber contribuido a reducir las volatilidades implícitas del Euribor hasta niveles históricamente bajos. De todos modos, también se observaron descensos similares en un abanico más amplio de indicadores de incertidumbre de los mercados financieros (véase el Capítulo VI).

Los mercados anticiparon con acierto las decisiones de política monetaria...



... pero no respondieron a la publicación de los datos de M3

Por otro lado, el BCE admite lo difícil que ha sido transmitir con claridad cómo se tiene en cuenta el crecimiento monetario al decidir las políticas. De hecho, hay indicios de que los participantes en el mercado no siguieron muy de cerca los datos estadísticos de M3 publicados durante el periodo analizado, pese a que el BCE señaló en repetidas ocasiones que la marcada aceleración de M3 era un factor importante en su apreciación de riesgos alcistas para la inflación. En concreto, los futuros sobre tasas de interés del mercado monetario no reaccionaron de forma significativa los días en que se publicaron datos que apuntaban a un crecimiento monetario interanual superior o inferior al esperado por los mercados. Al mismo tiempo, no queda claro si todo ello es consecuencia de problemas de comunicación o bien se trata de una relación ya demasiado circunstancial y condicionada por otros factores como para materializarse en una respuesta consistente en los futuros sobre tasas de interés.

Japón

El Banco de Japón mantuvo bajas las tasas de interés...

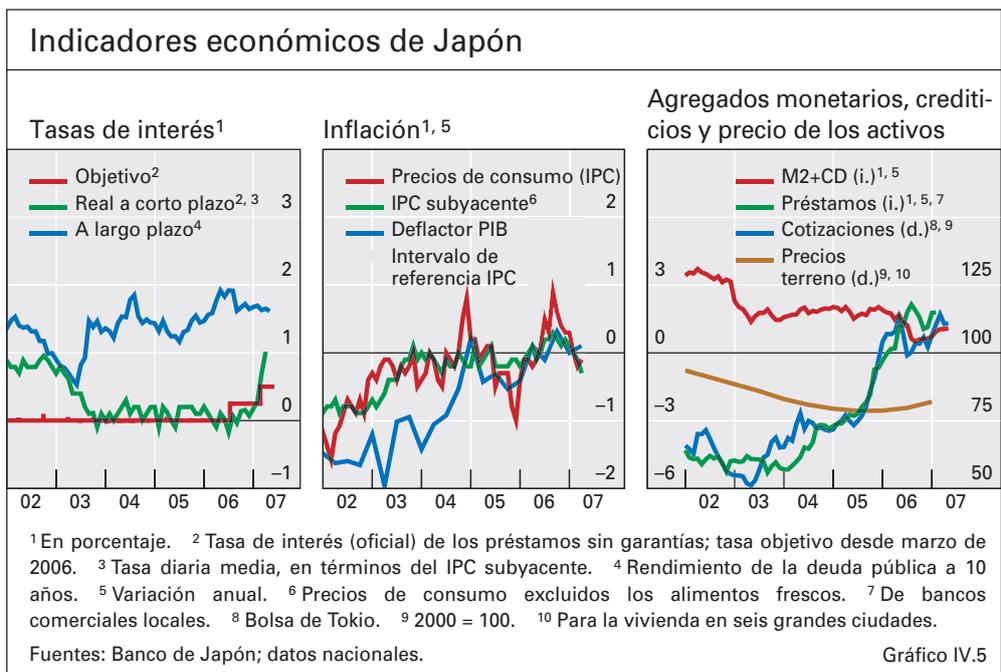
Durante el periodo analizado, el Banco de Japón mantuvo muy baja la tasa de interés oficial con el fin de que las condiciones de financiación continuaran siendo acomodaticias. No obstante, dada la menor holgura de la capacidad productiva y la remisión de las presiones subyacentes tendentes a deprimir los precios, consideró conveniente elevar la tasa en dos ocasiones, poniendo con ello término a su política de tasa de interés cero. La tasa de referencia se incrementó hasta situarse alrededor del 0,25% en julio de 2006 y del 0,5% en febrero de 2007 (véase el Gráfico IV.5). El banco central estimó que estas medidas, junto con las expectativas de otros incrementos graduales en el futuro, estaban en consonancia con el objetivo de crecimiento económico sostenible y estabilidad de precios.

... pese a poner fin a su política de tasas de interés cero

El fin de dicha política reflejó en gran medida un entorno macroeconómico cada vez más favorable, caracterizado por el fortalecimiento de los balances empresariales, ajustes estructurales en el sistema financiero y un repunte de la inflación general a comienzos de 2006. Los esfuerzos realizados durante años por las empresas para deshacerse del exceso de capacidad productiva y de mano de obra y para reducir su endeudamiento parecieron tocar a su fin. Por su parte, el sistema financiero había avanzado de forma significativa en la reducción de su carga crónica de préstamos en mora y daba señales claras de prácticas de financiación más normales. El Banco de Japón también interpretó la expansión de los agregados monetarios amplios y del crédito como una muestra de la creciente confianza del público en el tan esperado retorno de la estabilidad al sistema financiero.

Se aplicó un nuevo marco de política monetaria

La decisión de elevar ligeramente las tasas de interés oficiales también ilustró la manera en la que el Banco de Japón utiliza el nuevo marco de perspectiva doble, introducido en marzo de 2006 (véase el *76º Informe Anual*). La primera perspectiva de política monetaria se centra en la evolución de factores que afectan al producto y a la inflación en un horizonte temporal de uno a dos años. La segunda perspectiva hace hincapié en los riesgos y los costes relacionados en un horizonte temporal más lejano. Este enfoque



implica la posibilidad de endurecer la política monetaria incluso cuando se considere insignificante el riesgo de aumento de la inflación a corto plazo.

La primera perspectiva tuvo un peso muy importante en la decisión de julio de 2006 de elevar la tasa de interés oficial hasta el 0,25%. En ese momento, el Banco de Japón anticipaba una expansión continuada de la demanda interna y externa, que se traduciría de forma natural en mayor utilización de recursos productivos y menor presión a la baja sobre los costes laborales unitarios. Impulsada por el fuerte encarecimiento de la factura energética a principios de 2006, la inflación general y la subyacente rebasaron el nivel cero para avanzar hacia el centro de la banda de fluctuación preferida del Banco de Japón, de entre cero y 2%.

La segunda perspectiva también pesó en esta decisión. Al comité de política monetaria del Banco le preocupaban las posibles consecuencias a más largo plazo de una eventual asignación inadecuada de los recursos derivada del mantenimiento de las tasas de interés en un nivel demasiado bajo durante demasiado tiempo. Esta preocupación se refería en parte a que las empresas pudieran iniciar proyectos basados en el supuesto poco realista de que estas condiciones de financiación acomodaticias se mantendrían al margen de la posible evolución de la actividad económica y de los precios. Aunque el Banco de Japón reconoció que existían pocos indicios claros de sobreinversión, aun así incorporó esta posibilidad a su decisión. La asignación inadecuada de los recursos, si no se controla, plantea graves riesgos para un crecimiento económico futuro sostenible. En cierto modo, lo que se pretendía no era enfriar una economía ya de por sí recalentada, sino garantizar que la experiencia de finales de los años 80 no volviera a repetirse.

La posterior variación de la tasa de interés oficial a comienzos de 2007 aún puso más de manifiesto la importancia de la segunda perspectiva. En esta ocasión, el Banco de Japón observó que la primera perspectiva a duras penas justificaba aplicar una política más restrictiva. La actividad económica estaba

La primera subida de la tasa de interés ilustró la importancia tanto de la primera perspectiva...

... como de la segunda

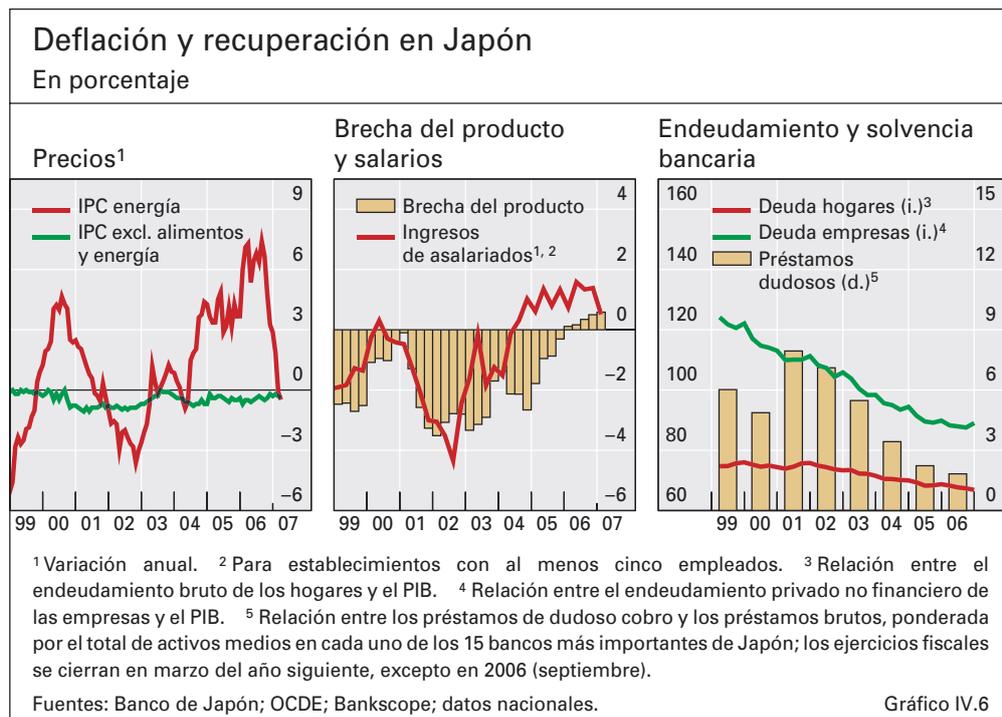
El segundo incremento se basó en la segunda perspectiva

El riesgo a corto plazo de los precios disminuye...

repuntando, pero la inflación subyacente perdía fuelle según se desaceleraban a corto plazo los precios energéticos. De hecho, haciendo abstracción de éstos, el crecimiento de los precios de consumo no era notorio. Con todo, los riesgos de deflación persistente habían dejado de ser un motivo de preocupación primordial, en parte porque el comité de política monetaria siguió apreciando una tendencia alcista subyacente en los precios, principalmente a causa del incremento de la utilización de recursos y de las expectativas de expansión continuada de la actividad económica. Pero otro motivo fue que los costes asociados a una deflación moderada se juzgaron entonces mucho menores, gracias a la mejora de las variables económicas y financieras fundamentales. A comienzos de 2007, el producto crecía, los ingresos de los asalariados aumentaban, los precios de los activos eran altos, los bancos concedían créditos y el nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas se había reducido considerablemente desde los máximos registrados en los años 90 (véase el Gráfico IV.6). Además, cada vez resultaba más patente que la reciente disminución del IPC general tenía su origen en la desregulación, la globalización y otras perturbaciones positivas de la oferta, y que, por lo tanto, era distinta de la deflación originada por el lado de la demanda.

... pero preocupa el riesgo a largo plazo de sobreinversión

Antes bien, al comité de política monetaria le preocupaba principalmente que fuera necesario subir la tasa de interés oficial para impedir que se acumularan condiciones insostenibles, es decir, que se produjera una sobreinversión que no resultara rentable. En febrero, el comité tomó casi por unanimidad la decisión de subir la tasa de interés objetivo hasta los 50 puntos básicos, aún muy baja pero la más elevada de los últimos diez años. De hecho, las actas indicaban que ya en enero varios miembros del comité habían votado a favor de dicho incremento. Las cuestiones relacionadas con el *carry trade* y



ciertos indicios localizados de efervescencia de los precios del suelo no parecieron influir de forma destacada en esta decisión del Banco de Japón.

Las dos subidas de tasas de interés oficiales fueron anticipadas en gran medida, ya que los mercados financieros reaccionaron con moderación y las tasas de interés nominales a largo plazo se mantuvieron estables. El Banco de Japón interpretó estas respuestas apagadas de los mercados como una muestra de que su marco de política monetaria recién adoptado y sus esfuerzos para explicarlo al público habían transmitido con eficacia los propósitos de su política. Y ello, pese a la pasajera volatilidad de los mercados a principios de enero al haber anticipado éstos incorrectamente un cambio en la tasa de interés.

Los mercados anticiparon las decisiones

Al final del periodo analizado, las perspectivas sobre la política monetaria del Banco de Japón indicaban la continuidad del entorno de tasas de interés muy bajas para fomentar condiciones financieras acomodaticias y, con el tiempo, su probable revisión al alza de forma gradual, según lo exigieran las circunstancias.

Se esperaba una política monetaria acomodaticia

Países con objetivos de inflación explícitos

Durante el periodo analizado, los bancos centrales de los países con objetivos de inflación numéricos y explícitos elevaron sus tasas de interés oficiales, aunque en momentos y cuantías diferentes (véase el Gráfico IV.7). Esta política monetaria más restrictiva se enmarcó en un contexto de continua expansión de la economía mundial y de elevados precios de las materias primas. En general, la coyuntura económica interna también fue firme y la mayoría de las economías experimentaron presiones inflacionistas crecientes a medida que disminuía la holgura de la capacidad productiva y se tensionaban los mercados de trabajo. Sin embargo, la inflación se mantuvo en conjunto reducida, gracias en parte a la evolución favorable de los precios de las importaciones de bienes de consumo.

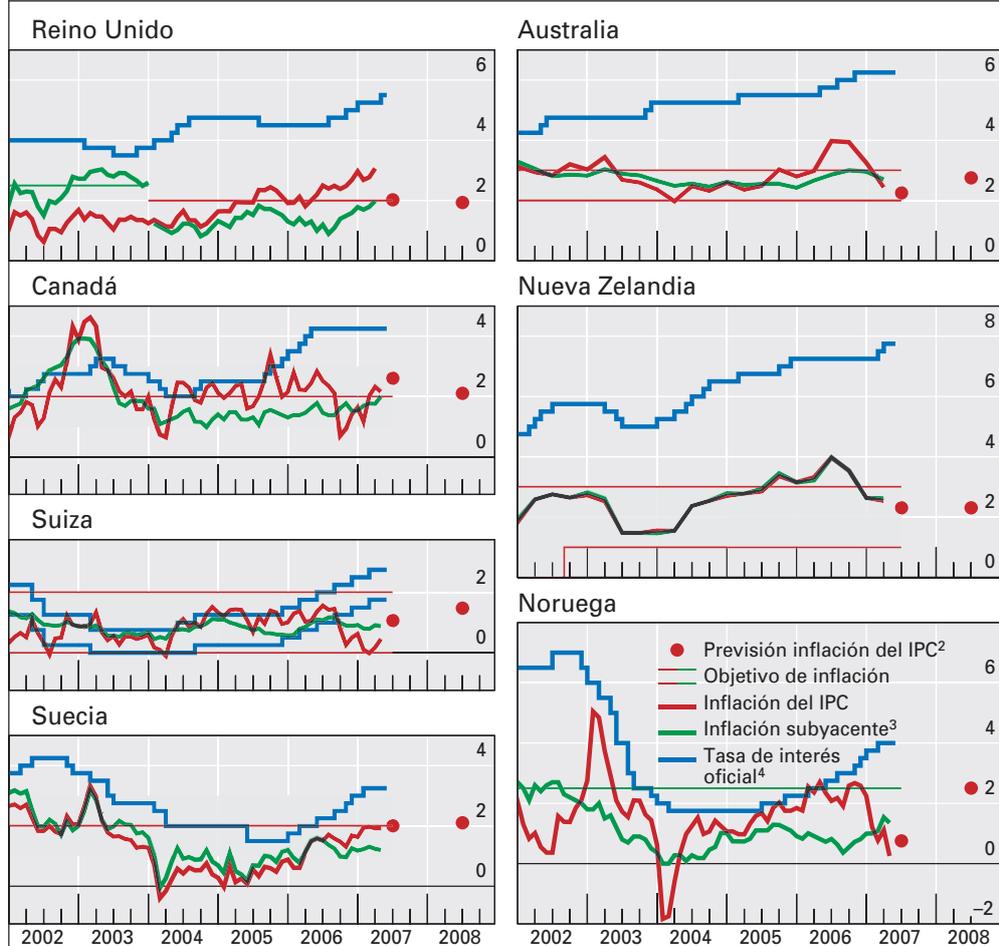
Los bancos centrales con objetivos de inflación subieron sus tasas

En diversa medida, estos bancos centrales expresaron preocupación por cuatro asuntos. En primer lugar, se mantuvo elevada la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial, aunque el resultado previsto se consideraba en buena parte favorable. Ciertamente, resultaba difícil valorar de forma fiable todas las repercusiones del incremento de las tasas de interés oficiales en los principales países industriales avanzados. Especial incertidumbre rodeaba a las consecuencias de unas tasas de interés más altas para la continua rotación de la demanda en Estados Unidos, especialmente en lo relativo a la actividad del sector de la vivienda. En segundo lugar, la demanda interna más firme de lo esperado hizo temer mayores presiones sobre los precios y los costes, en un entorno de precios de la energía y otras materias primas por lo general elevados. En tercer lugar, el robusto crecimiento de los agregados monetarios y crediticios entendidos en sentido amplio en determinados países, especialmente si estuvo asociado a precios al alza para las acciones y la vivienda, siguió apuntando a dos posibles resultados: en el corto plazo, la fuerte demanda interna podría incrementar las presiones inflacionistas, mientras que, en el largo plazo, el riesgo de un brusco cambio de tendencia en los precios de los activos

Perspectivas inciertas para la economía mundial...

... pero la fuerte demanda interna y el crecimiento del dinero apuntaban hacia presiones inflacionistas

Objetivos de inflación y tasas de interés oficiales¹



¹ Tasas de inflación calculadas como variación porcentual anual. Los países que fijan un objetivo para la inflación del IPC son Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Suecia y, desde el 10 de diciembre de 2003, Reino Unido; Noruega fija un objetivo para la inflación subyacente; Suiza no fija un objetivo de inflación *per se*, sino que utiliza una estrategia de previsión de la inflación basada en una amplia gama de indicadores. ² Previsión hecha pública por el banco central. ³ Australia: promedio de la mediana ponderada del IPC y de la media truncada del IPC; Canadá: IPC excluidos ocho componentes volátiles y el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos y las subvenciones sobre el resto de los componentes; Nueva Zelanda: IPC excluidos los servicios crediticios; Noruega: IPC ajustado por cambios en el régimen impositivo y excluidos los productos energéticos; Reino Unido: IPC excluida la energía, los alimentos y el tabaco (antes de 2004, índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios); Suecia: IPC excluido el pago de intereses hipotecarios para adquisición de vivienda y la incidencia de los cambios de los impuestos indirectos y de las subvenciones; Suiza: IPC subyacente (método de la media truncada). ⁴ Australia y Nueva Zelanda, tasa de interés al contado; Canadá: tasa de interés a un día; Noruega: tasa de interés de los depósitos a la vista; Suecia y Reino Unido: tasa de interés de los repos; Suiza: intervalo del Libor a tres meses para depósitos en francos suizos.

Fuente: datos nacionales.

Gráfico IV.7

planteaba dudas a algunos bancos centrales acerca del crecimiento económico sostenible. Por último, los desequilibrios mundiales siguieron siendo importantes y continuaron los flujos de capital asociados a operaciones de *carry trade*, con el peligro de que tanto los tipos de cambio como la actividad económica se vieran afectados por ajustes desordenados.

En este contexto, los bancos centrales que iniciaron el periodo con tasas de interés oficiales relativamente elevadas —los de Australia, Canadá, Nueva Zelanda y el Reino Unido— sintieron la necesidad de adoptar una política monetaria aún más restrictiva.

El Banco de Canadá incrementó la tasa de interés oficial en 25 puntos básicos en dos ocasiones a comienzos del periodo analizado, hasta situarla en el 4% en abril de 2006 y el 4,25% en mayo. Posteriormente la mantuvo estable, pese a un leve incremento de la inflación general a comienzos de 2007, al evolucionar la actividad económica según lo previsto y considerarse que los riesgos para la inflación estaban bastante equilibrados.

Canadá...

El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda elevó la tasa de interés de referencia hasta situarla en el 7,5% en marzo de 2007 y el 7,75% en abril, tras haberla mantenido en el 7,25% desde diciembre de 2005. Se trata de la tasa oficial más elevada de las economías analizadas en este capítulo. El fortalecimiento de la demanda interna se vio respaldado por el repunte de los mercados inmobiliarios y una política fiscal expansiva. Ante el riesgo de que la inflación fuera elevada en el medio plazo, el Banco de la Reserva apuntó que quizás serían necesarias nuevas subidas.

... Nueva Zelanda...

El Banco de la Reserva de Australia aumentó la tasa de interés oficial desde el 5,5% hasta el 6,25% en tres incrementos de 25 puntos básicos en el curso de 2006. El ingreso y el gasto se beneficiaron de los elevados precios de las materias primas, la capacidad productiva ociosa era limitada y persistió el tensionamiento del mercado de trabajo. La inflación medida por el IPC tanto general como subyacente se situó en el objetivo del Banco a medio plazo o por encima de él durante la mayor parte del periodo. Aunque en el primer caso se esperaba que retornara a la banda objetivo al final del periodo, los riesgos de inflación a medio plazo siguieron considerándose importantes.

... Australia...

El Banco de Inglaterra elevó la tasa *repo* desde el 4,5% hasta el 5,5%, en cuatro incrementos, entre agosto de 2006 y mayo de 2007. La fuerte demanda interna redujo de forma adicional la capacidad productiva ociosa, al tiempo que la inflación medida por el IPC aumentó hasta situarse justo por encima del 3%, algo que el Banco tuvo que justificar por carta al ministro de Economía. Las autoridades monetarias también se inquietaron por la posibilidad de que el rápido crecimiento de los agregados monetarios amplios y del crédito, junto con la pujanza de los precios de los activos, fueran indicativos de acumulación de presiones inflacionistas. No obstante, las proyecciones apuntaban a un lento retorno de la inflación general a la tasa objetivo con la ayuda de una política más restrictiva.

... y el Reino Unido subieron un poco más las ya elevadas tasas de interés

Los bancos centrales de Noruega, Suecia y Suiza iniciaron el periodo con tasas de interés oficiales relativamente bajas en comparación con el resto de países con objetivos de inflación explícitos. Aunque ninguno de los tres preveía que la inflación fuese a superar sus objetivos en los próximos uno o dos años, el continuo crecimiento económico y las perspectivas de incremento gradual de la inflación les alentaron a mantenerse firmes en la senda de normalización de sus políticas.

A partir de mayo de 2006, el Banco Central de Noruega elevó la tasa de interés de los depósitos a la vista desde el 2,5% hasta el 4% en seis incrementos de 25 puntos básicos. Aunque la inflación se mantuvo muy por debajo del objetivo del Banco, la economía noruega se encontraba en una fase claramente expansiva desde el verano de 2003 y seguía menguando su limitada capacidad productiva ociosa. El empleo creció rápidamente en el

Noruega...

periodo analizado y, en vista de los signos de mayor crecimiento salarial, se esperaba que la inflación subyacente fuera repuntando. El banco central divulgó sus expectativas de aumentos de la tasa de interés oficial hasta el 5% a finales de 2007, e incluso por encima de ese nivel más adelante.

... Suecia...

El Sveriges Riksbank elevó la tasa *repo* desde el 2% en junio de 2006 hasta el 3,25% en febrero de 2007, en cinco incrementos consecutivos, como respuesta al dinamismo de la actividad económica. No obstante, la inflación se mantuvo cercana al objetivo del 2% fijado por el Banco, debido a las presiones bajistas sobre los precios procedentes del extranjero, incluida la caída de los precios energéticos en el segundo semestre de 2006, y la mayor fortaleza de la corona sueca. Además, se esperaba que las presiones inflacionistas se mantuvieran relativamente limitadas. Aun así, el Riksbank anticipó otro posible aumento de 25 puntos básicos antes de hacer una posible pausa en su senda de tasas oficiales en general crecientes.

... y Suiza
endurecieron sus
políticas para
normalizar las tasas
de interés
relativamente bajas

A partir de junio de 2006, el Banco Nacional de Suiza elevó la banda objetivo de la tasa de interés oficial en cuatro incrementos consecutivos de 25 puntos básicos, desde el 0,75%–1,75% hasta el 1,75%–2,75%. Suiza prosiguió su recuperación económica y tanto la demanda externa como la interna, y en especial el consumo privado, contribuyeron a un crecimiento económico por encima de su potencial sostenible. La utilización de la capacidad productiva se incrementó considerablemente en 2006 y se preveía que el desempleo siguiera disminuyendo en 2007. Tras la remisión del efecto moderador de la caída de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2006, se esperaba que la inflación empezara a repuntar a mediados de 2007, aunque manteniéndose holgadamente dentro del objetivo de inflación del Banco, por debajo del 2%.

Cuestiones
relacionadas con
el tipo de cambio
y el *carry trade*

En el último año, muchas de estas economías industriales avanzadas de menor tamaño tuvieron que incorporar en sus decisiones de política monetaria las repercusiones de intensos flujos de capital, relacionados en parte con operaciones de *carry trade* (véase el Capítulo V). Por lo general, el capital fluyó desde países con tasas de interés bajas como Suiza (y Japón) a aquellos con tasas relativamente elevadas como Australia, Nueva Zelandia y el Reino Unido (y algunas economías de mercado emergentes), lo que tendió a debilitar las monedas de los primeros y a fortalecer las de los segundos. Esta evolución tuvo varias consecuencias para la política monetaria, sobre todo la necesidad de encarar el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre la demanda agregada y las presiones inflacionistas. Las presiones a la baja sobre las tasas de interés a largo plazo en los países receptores también tendieron a contrarrestar la restricción que se pretendía lograr elevando las tasas de interés oficiales, mientras la posibilidad de que se produjera un brusco reajuste de la situación actual complicó más el panorama. A modo de ejemplo, el riesgo de una corrección desordenada fue uno de los motivos por los que el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia se mostró más cauteloso de lo normal a la hora de endurecer su política monetaria.

Suecia empezó a
publicar sus
proyecciones de la
tasa de interés
oficial

A principios de 2007, el Riksbank empezó a publicar su proyección sobre la trayectoria futura de la tasa de interés oficial, tras decisiones similares del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia en 1998 y del Banco Central de Noruega en noviembre de 2005. En los últimos años ha crecido el interés

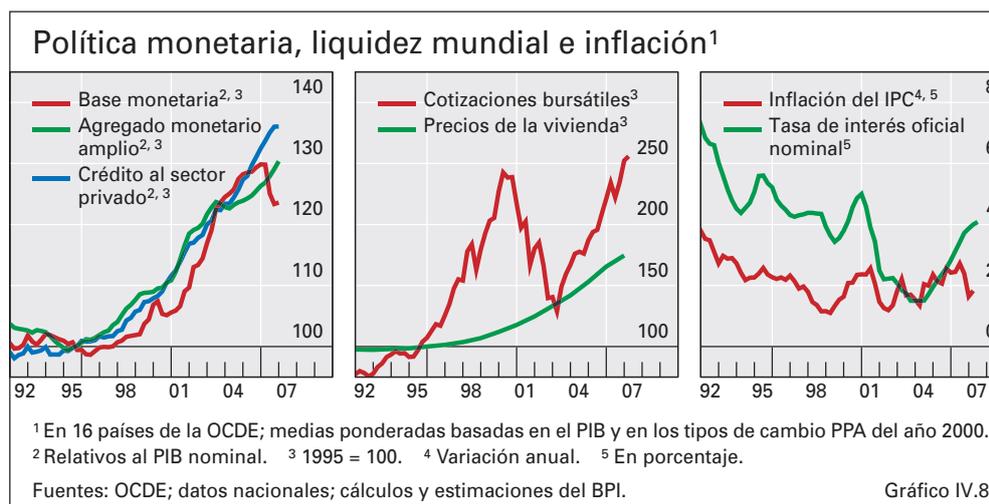
por hacer público este tipo de proyecciones, que algunos bancos centrales consideran una manera de hacer más transparentes las perspectivas de su política, mejorando con ello la eficacia de la política monetaria y la rendición de cuentas por sus actuaciones.

Al mismo tiempo, estas medidas no están exentas de riesgo. Por lo general, se considera que su éxito depende fundamentalmente de que el público realmente comprenda el carácter condicional de las trayectorias divulgadas. En caso contrario, una desviación de la evolución anunciada podría hacer perder credibilidad a la política monetaria. Asimismo, es importante que los anuncios efectuados por los bancos centrales sobre la trayectoria prevista para las tasas de interés oficiales no perjudiquen la calidad de la información obtenida a partir de los mercados financieros que suelen utilizar a efectos de comprobación. Así podría ocurrir si, por ejemplo, los participantes en los mercados financieros reaccionaran a la publicación de esta trayectoria reduciendo de forma significativa sus propios esfuerzos por evaluar el impacto de la evolución macroeconómica sobre sus perspectivas de tasas de interés. Por último, existe el riesgo de que los mercados financieros interpreten que la trayectoria hecha pública es la que acontecerá con seguridad y operen en una sola dirección, lo que se traduciría en una asunción de riesgo excesiva en el sistema financiero. La experiencia de estos bancos centrales aportará lecciones valiosas con las que juzgar la eficacia de estos enfoques más novedosos en materia de política monetaria.

Los agregados monetarios y crediticios en la instrumentación de la política monetaria

Una mirada de cerca al comportamiento de los bancos centrales y sus estrategias de comunicación revela diferentes puntos de vista sobre la función que los agregados monetarios y crediticios («cuantitativos») desempeñan en la instrumentación de la política monetaria. Estos puntos de vista combinan, en distinta medida, tres perspectivas conceptuales sobre el papel de estos agregados en la economía. La primera de ellas refleja escepticismo sobre la fiabilidad de estos agregados para trazar la trayectoria de la actividad económica y de la inflación, especialmente en horizontes temporales cortos. Por lo tanto, no se les asignaría un papel destacado en los marcos de política monetaria. La segunda hace hincapié en la función primordial del dinero como factor causal de la inflación. En particular, recalca el contenido informativo especial de los agregados monetarios para las tendencias de inflación a medio plazo. Así pues, se asignaría un papel destacado a estos agregados en los marcos de política monetaria. La tercera perspectiva, más reciente, pone énfasis en el contenido informativo que pueden tener incrementos inusualmente rápidos de los agregados monetarios y en particular de los crediticios, sobre todo si aparecen asociados con un fuerte aumento de los precios de los activos y con patrones de gasto poco corrientes. Estos incrementos se interpretan como una posible señal de acumulación de desequilibrios financieros y, por consiguiente, de un eventual ciclo de auge y desaceleración, con costes económicos significativos a lo

Divergencias de opinión acerca de la importancia de los agregados monetarios y crediticios



largo del tiempo. Al igual que la segunda perspectiva, ésta otorgaría un papel destacado a los agregados cuantitativos en los marcos de política monetaria, pero básicamente como indicadores de los riesgos a medio plazo en forma de recesión, inestabilidad financiera y desinflación no deseada.

Este apartado describe brevemente la experiencia pasada y la historia del pensamiento económico que sustentan las distintas perspectivas, estudia su grado de incorporación a los marcos actuales de política monetaria y considera los retos futuros. En la actual coyuntura, es mucho lo que está en juego en este debate. Como se ha señalado antes, los agregados monetarios y crediticios han experimentado un incremento acusado, mientras que la inflación se ha mantenido moderada hasta la fecha (véase el Gráfico IV.8). La cuestión que se plantea es si este rápido crecimiento debe constituir una fuente de preocupación para la política monetaria.

El papel cambiante del dinero y del crédito hasta los años 80

¿Es preocupante el rápido crecimiento monetario y crediticio?

Teoría cuantitativa

Desde un punto de vista conceptual, el énfasis en la importancia crucial del dinero se remonta a los orígenes de la ecuación cuantitativa en el siglo XIX. Según esta teoría, la cantidad de dinero utilizada en las transacciones, multiplicada por el número de veces que circula en un año, debe ser igual al valor nominal total de las transacciones. Este enfoque se convirtió en un tema recurrente de la macroeconomía moderna, con el PIB nominal utilizado como sustituto de las transacciones. La distinción entre dinero y crédito, al menos en un principio, no estaba claramente definida. Sin embargo, y a riesgo de pecar de simplistas, el crédito solía asociarse más a la capacidad de obtener financiación externa para realizar transacciones y solía considerarse una posible fuente de «oferta» de dinero, a través del préstamo bancario.

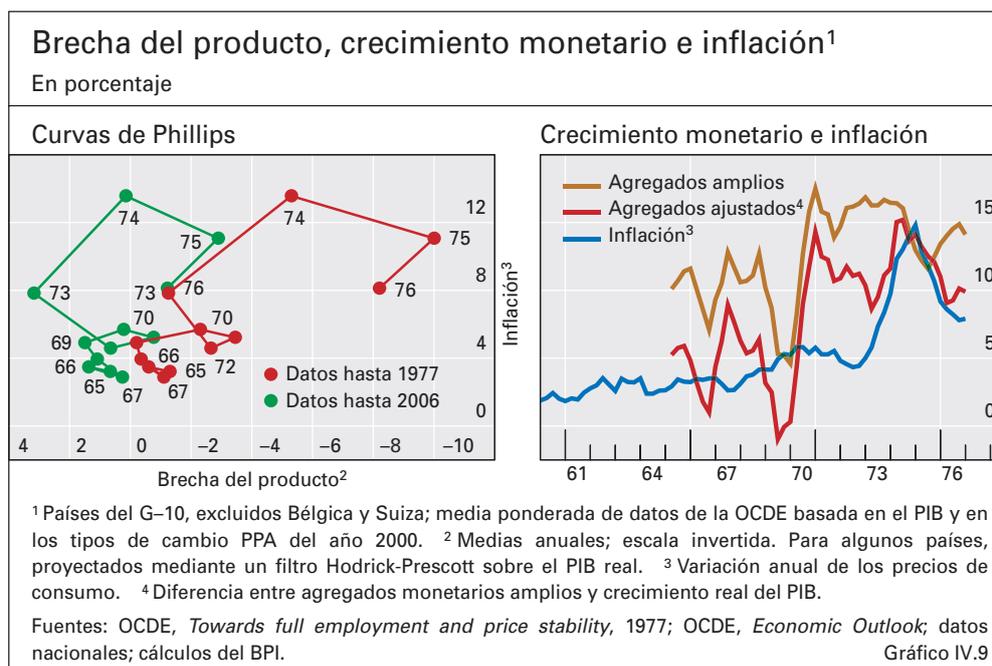
En los sistemas financieros tan regulados de los años 50 y principios de los 60, el crecimiento del crédito cobró protagonismo en la implementación de la política monetaria en muchos países. Con la aplicación de distintas clases de controles sobre las tasas de interés y sobre el préstamo, la disponibilidad de crédito se consideraba un canal fundamental para influir

sobre la actividad económica. Al mismo tiempo, sin embargo, se prestaba poca atención al dinero y al crédito como elementos para predecir la inflación. La evidencia empírica que iba acumulándose convenció a muchos economistas y autoridades monetarias de que la inflación venía determinada en gran medida por la tasa de desempleo. En efecto, la existencia de esta relación (la curva de Phillips) fue interpretada por muchos en el sentido de que, para elevar de forma permanente el nivel de producto y de empleo, bastaba con asumir una inflación ligeramente mayor. A fin de alcanzar este objetivo, se permitió que los agregados monetarios y crediticios se acelerasen, al no considerarse inicialmente que esto constituyera un motivo de preocupación.

El posterior aumento indeseado de la inflación, y en especial su tendencia a acelerarse a medida que crecían las expectativas de inflación, se consideró una impugnación directa del pensamiento imperante. Esta experiencia puso de manifiesto lo inestable que podría resultar la curva de Phillips si las decisiones de política monetaria persiguieran situar la tasa de desempleo por debajo de su tasa natural. Para agravar las cosas, los monetaristas, entre otros muchos, ya habían cuestionado este punto de vista desde una perspectiva teórica, aduciendo que la aceleración de la oferta monetaria no haría sino avivar la inflación, sin efecto permanente alguno sobre la holgura de la capacidad productiva (véase el Gráfico IV.9). A la luz del posterior panorama inflacionista, estas opiniones ganaron predicamento en el ámbito de los bancos centrales, lo que les animó en los años 70 a intentar mejorar su control sobre la inflación y la economía utilizando los agregados monetarios como variables objetivo intermedias.

Análisis de la curva de Phillips

Fue entonces cuando se produjo el renacimiento de la ecuación cuantitativa. Las hipótesis de que la relación entre el PIB nominal y la cantidad de dinero en circulación («velocidad») era estable, al menos en horizontes temporales de medio plazo, y que el dinero no afectaba al producto a largo



plazo, proporcionaron a los bancos centrales la justificación teórica para intentar controlar la inflación a través de su influencia sobre la cantidad de dinero.

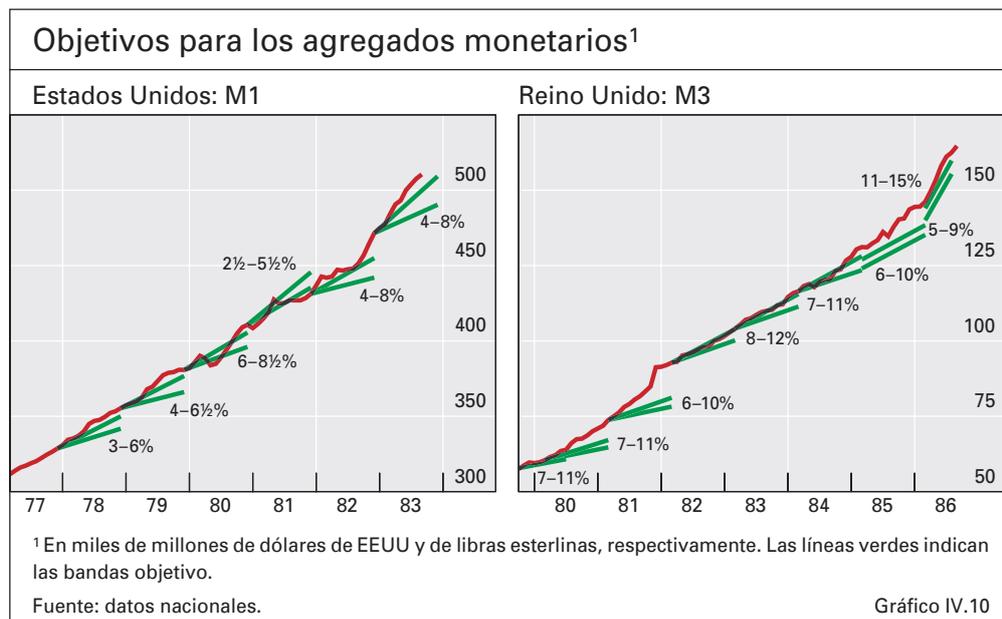
En los años 70 muchos países se fijaron objetivos monetarios

La mayoría de los países industriales adoptaron este nuevo enfoque de política monetaria a mediados de los años 70, aunque en distinto grado. Alemania e Italia fueron los pioneros en 1974, seguidos de Canadá, Estados Unidos y Suiza un año después, y de Australia, Francia y el Reino Unido en 1976. Sin duda, las prácticas adoptadas fueron diversas. Por ejemplo, Alemania y el Reino Unido optaron por agregados monetarios amplios como objetivos intermedios, mientras que Estados Unidos y Canadá se decantaron por M1. A pesar de estas diferencias prácticas, el objetivo era el mismo: expulsar la inflación del sistema. Las experiencias de Alemania, Suiza y Japón en los años 70 fueron las primeras en ilustrar que el seguimiento de los agregados monetarios podía ayudar a controlar la inflación. En la misma dirección apuntaba la experiencia de Estados Unidos a principios de los años 80, con una rápida reducción de la inflación desde tasas de dos dígitos a niveles próximos al 4%

La pérdida de importancia de los agregados monetarios desde los años 80

La fijación de objetivos monetarios perdió popularidad en los años 80

En este contexto podría parecer extraño que el establecimiento de objetivos monetarios perdiera popularidad y, sin embargo, dos factores socavaron esta práctica. En primer lugar, la política monetaria se convirtió en cierto sentido en víctima de su propio éxito. Una inflación elevada y variable a menudo es consecuencia de un estímulo monetario excesivo y volátil; ahora bien, si las tasas de interés son bajas, la inflación puede verse muy afectada a corto plazo por numerosos factores reales que son menos sensibles al control mediante agregados monetarios. En segundo lugar, la desregulación financiera y la innovación llegaron a modificar el entorno financiero lo suficiente para reducir la fiabilidad de los agregados monetarios como guía. Por ejemplo, en Estados Unidos a principios de la década de los 80, la



velocidad de M1 se apartó bruscamente de su tendencia y se tornó más imprevisible. La eliminación de los límites sobre las tasas de interés de las cuentas corrientes y la introducción de una amplia gama de cuentas de depósito complicó el control monetario. La intensa dinámica de innovación financiera tuvo efectos similares en otros lugares. Ni siquiera incondicionales del establecimiento de objetivos monetarios como Alemania y Suiza quedaron al margen de estos acontecimientos, pues la mayor libertad de los flujos de capital a través de sus fronteras complicó significativamente el seguimiento de los correspondientes agregados.

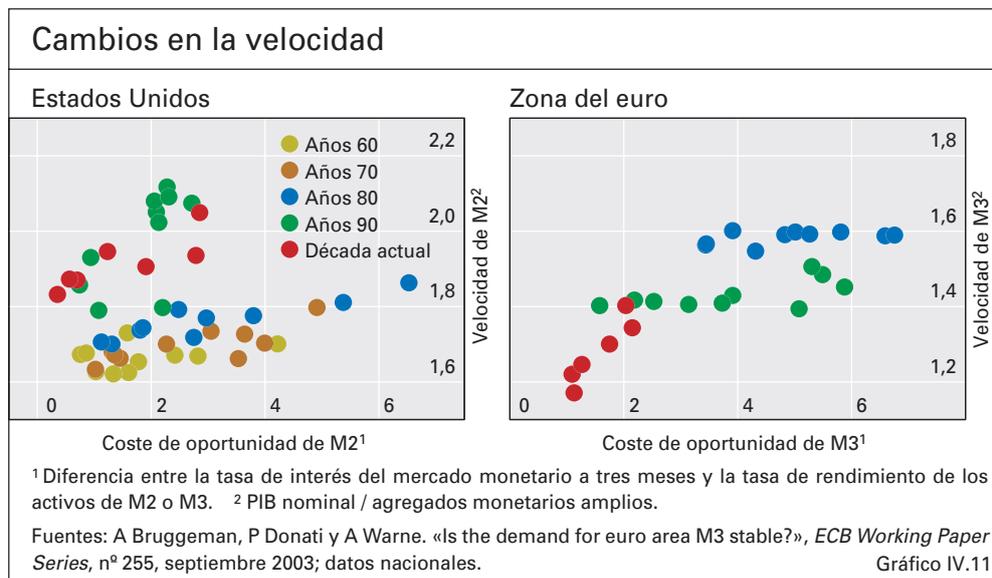
Ante el incumplimiento —en muchos casos sistemático— de los objetivos establecidos para los agregados monetarios, los bancos centrales encontraron cada vez más difícil justificar sus decisiones (véase el Gráfico IV.10). Naturalmente, los problemas derivados de las cambiantes circunstancias se intentaron «corregir», entre otras formas, reajustando las bandas objetivo y redefiniendo los agregados monetarios elegidos. Aun así, tanto detractores como defensores de los objetivos cuantitativos mostraron una preocupación creciente por la falta de coherencia entre la teoría y la práctica de la fijación de objetivos monetarios, lo que planteó interrogantes sobre la idoneidad de este marco como ancla nominal creíble a medio plazo.

Ante estas dificultades, a principios de los años 90 los países industriales avanzados ya habían abandonado en gran medida los objetivos monetarios a corto plazo. En su lugar recurrieron a agregados monetarios, a los que se otorgó menor importancia como variables informativas sobre la evolución de la inflación, en especial sobre su senda a medio plazo. En consecuencia, varios bancos centrales adoptaron bandas de seguimiento oficiales, y a veces no oficiales, para los agregados (véase en el 67º Informe Anual una cronología de estos cambios de régimen en los países industriales avanzados). En algunos casos, estas bandas se aplicaron tanto a los agregados monetarios estrechos y amplios como a los agregados crediticios. Sin embargo, también plantearon retos, en especial cuando la evolución financiera siguió afectando

El incumplimiento crónico de los objetivos complicó la comunicación

Se intentaron varias soluciones

Los agregados cuantitativos, relegados a tareas de seguimiento en la mayoría de las economías



negativamente a la estabilidad de la velocidad de circulación de la moneda durante largos periodos (véase el Gráfico IV.11).

Para completar el cuadro, sin embargo, cabe observar que el cambio de enfoque no fue universal. Alemania siguió fijando anualmente un objetivo para el crecimiento de la oferta monetaria, adoptando como referencia M3 en lugar de la base monetaria. Asimismo, durante los años 90 Suiza adoptó una novedosa estrategia a medio plazo basada en el crecimiento promedio de la oferta monetaria en un periodo de 3 a 5 años.

Preeminencia de los objetivos de inflación

Muchos bancos centrales abandonaron el uso de agregados cuantitativos

Posiblemente, el uso formal de los agregados monetarios y crediticios en política monetaria alcanzó su nadir cuando varias economías industriales avanzadas de menor tamaño también optaron por fijar objetivos de inflación a finales de los años 80 y principios de los 90. Los marcos adoptados consistían esencialmente en fijar objetivos para las previsiones de inflación a uno o dos años vista mediante el ajuste de una tasa de interés a corto plazo como instrumento de política monetaria. En la elaboración de estas previsiones ganaron importancia las mediciones de la holgura de la capacidad productiva. Ciertamente, nada excluía en principio el uso de agregados cuantitativos como variables informativas importantes para las previsiones. El hecho era, sin embargo, que en muchos de los bancos centrales de estos países los agregados no desempeñaban esa función. En realidad, muchos de ellos habían adoptado objetivos de inflación ante todo porque les habían fallado las estrategias de fijación de objetivos monetarios.

En la década posterior, la importancia de los agregados cuantitativos disminuyó aún más. Para la instrumentación de la política monetaria, esto se tradujo en una proliferación de esquemas de objetivos de inflación en un número creciente de países, también entre las economías emergentes. En el mundo académico, el desprestigio de los agregados cuantitativos, por no decir su total obsolescencia, fue reflejo del desarrollo y ascenso a categoría de referente de nuevos paradigmas macroeconómicos que prescindían por completo del papel del dinero y del crédito para centrarse exclusivamente en las tasas de interés y en las medidas de la holgura de la capacidad productiva.

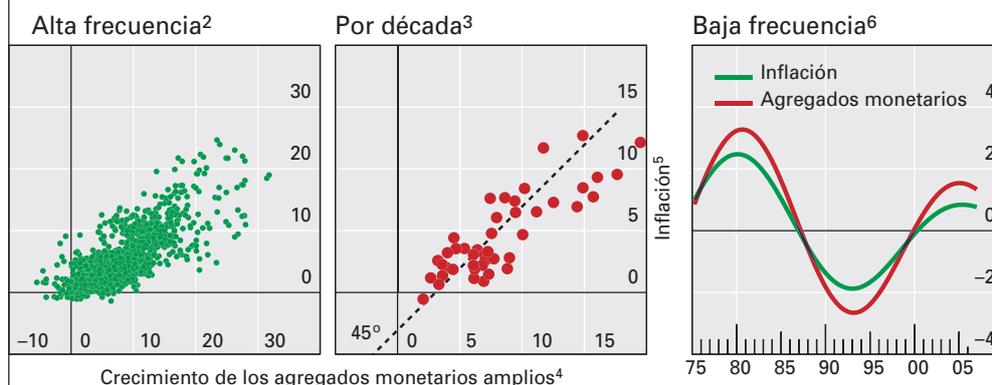
Posible resurgir de los agregados cuantitativos

El BCE ha heredado la tradición monetarista

La creación del BCE dio pábulo al debate sobre el papel de los agregados cuantitativos. Desde el comienzo, el BCE decidió realizar un seguimiento atento de la evolución monetaria, a la manera de la tradición monetarista del Bundesbank, y convirtió el análisis monetario en un pilar importante para valorar la marcha de la economía y ejecutar su política monetaria. En este sentido, resultan muy significativos la adopción formal del marco basado en dos pilares, su posterior reafirmación y el uso coherente que de él ha hecho. En efecto, el BCE se ha basado sistemáticamente en su análisis monetario para contrastar, desde una perspectiva de medio plazo, las señales de presiones inflacionistas que se infieren de un análisis económico más convencional centrado en un horizonte temporal a más corto plazo. El Banco también ha

Tendencia de los agregados monetarios y los precios en países industriales avanzados¹

En porcentaje



¹ 1961–2006. ² Datos trimestrales. ³ Promedios de las décadas. ⁴ Diferencia entre el crecimiento de los agregados monetarios amplios y el crecimiento tendencial de la velocidad. ⁵ Tasas de crecimiento interanual del IPC subyacente. ⁶ Filtro paso banda, ciclos de entre 20 y 40 años.

Fuentes: FMI; OCDE; cálculos del BPI.

Gráfico IV.12

elaborado numerosos estudios que han prestado un respaldo empírico y teórico considerable a su enfoque.

El tipo de evidencia empírica empleada para respaldar esta perspectiva se ha centrado hasta hace poco sobre todo en la relación entre dinero e inflación que recalca la ecuación cuantitativa, como puede observarse en una serie de ejemplos. En primer lugar, se ha argumentado que esta relación a largo

Evidencias empíricas respaldan este enfoque

Crecimiento de los agregados monetarios como predicción de inflación subyacente¹

	Constante	Retardo de un año		
		Inflación subyacente ²	Brecha del producto	Crecimiento monetario ³
Australia	0,4	0,7**	0,4	0,1
Canadá	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
Estados Unidos	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Zona del euro	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**
Japón	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Nueva Zelanda	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Noruega	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Suecia	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Suiza	0,1	0,6**	0,6**	0,1**
Reino Unido	-0,0	0,8**	0,5**	0,2

¹ A partir de la regresión de la inflación subyacente de los precios de consumo sobre las variables indicadas. Periodo muestral 1971–2006, anual; * y ** indican que la relación es estadísticamente significativa para un nivel del 10% y el 5% respectivamente. ² Inflación del IPC excluidos alimentos y energía. ³ Definido como M2 para Canadá, Estados Unidos, zona del euro, Suecia y Suiza; M2 más CD para Japón; y agregados monetarios amplios según define la OCDE para Australia, Nueva Zelanda, Noruega y Reino Unido.

Fuentes: OCDE; FMI; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro IV.1

plazo persiste a los cambios en la coyuntura económica y financiera (véase el Gráfico IV.12). En segundo lugar, la estrecha correlación entre las medidas de la brecha del producto y de la masa monetaria en circulación permite asignar a veces una función complementaria a los agregados monetarios (como ilustra el Cuadro IV.1), señalando su posible utilidad como variables informativas adicionales. Además, el análisis empírico ha puesto de manifiesto cómo, a medida que el horizonte temporal se alarga, el contenido informativo de los agregados monetarios sobre la inflación parece crecer, mientras que el de las medidas de la holgura de la capacidad productiva disminuye, lo que avala su papel contrastivo en horizontes de medio plazo.

El crédito sale del ostracismo

Al mismo tiempo, a principios de la década actual empezó a trascender otra perspectiva conceptual que hacía hincapié en los agregados cuantitativos, y en particular en los crediticios. Esta perspectiva tenía raíces lejanas en las teorías de las fluctuaciones económicas de los primeros años del siglo XX, que habían puesto énfasis en los procesos que se auto-reforzaban y ocasionalmente desembocaban en expansiones y contracciones. Esta perspectiva también tomaba prestado de la tradición intelectual que subrayaba el papel del crédito y del comportamiento especulativo como causas de inestabilidad financiera. Por último, contenía elementos de los avances más recientes en teoría económica, que recalcan que las imperfecciones del crédito podían amplificar los ciclos económicos.

El telón de fondo de estos nuevos puntos de vista fue la observación de una serie de auges económicos y financieros recientes que terminaron en graves desaceleraciones de costosas consecuencias. Un ejemplo dramático fue la corrección de la economía japonesa iniciada a principios de la década de los años 90, cuya fase expansiva se caracterizó por un rápido crecimiento del crédito, el aumento de los precios de los activos y un nivel inusualmente elevado de formación de capital interno. Es importante destacar que la inflación manifiesta durante el periodo de expansión no supuso ningún problema, probablemente debido a desarrollos favorables por el lado de la oferta (véase el Gráfico IV.13).

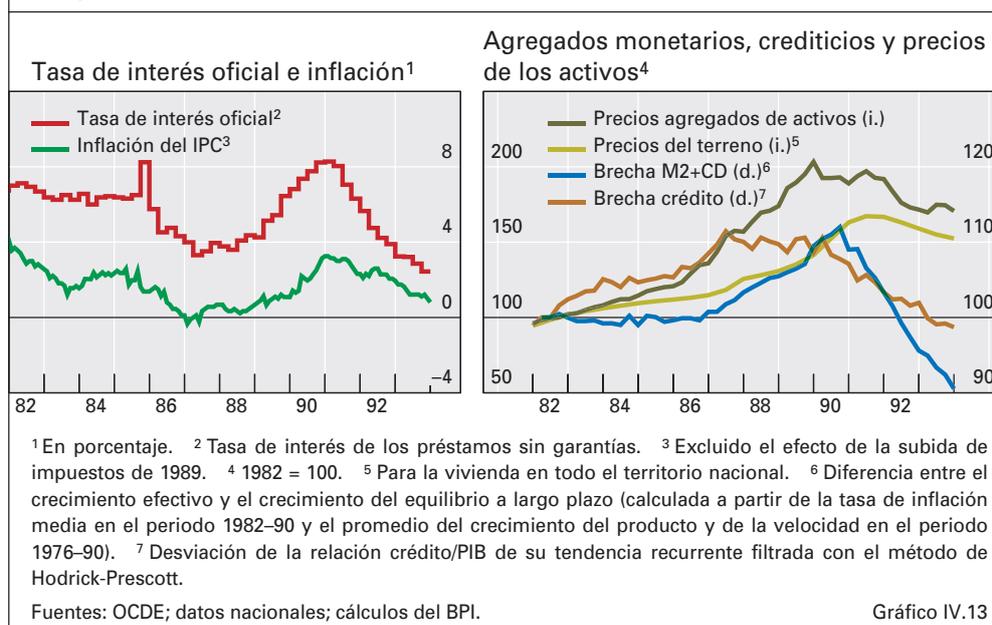
Además, los estudios fueron revelando cada vez más que esta clase de «auges del crédito que acaban mal» se habían producido en otros países industriales avanzados y en economías de mercado emergentes, así como en otros periodos. Aunque el comportamiento de la inflación no siempre fue uniforme en los distintos episodios, en general no había constituido un motivo de especial preocupación. Algunos de los ejemplos estudiados fueron las crisis bancarias de los países nórdicos a finales de los años 80 y principios de los 90, la crisis de 1997–98 en el sudeste asiático y, en cierta medida, aspectos de los ciclos económicos de Estados Unidos y el Reino Unido que terminaron en recesiones a comienzos de la década de los 90. Otros estudios se remontaron todavía más para observar que el periodo previo a la Gran Depresión se había caracterizado por una coyuntura no inflacionista similar, lo que sugería que los mecanismos económicos y la conducta humana que contribuyeron a esta clase de ciclos se habían mantenido a pesar de

Los ciclos de expansión y contracción resaltan el posible papel del dinero y especialmente del crédito...

... en particular la experiencia de Japón

También se observaron «auges del crédito que acaban mal» en otros países

Auges y desaceleraciones en Japón, 1982–93



los cambios importantes en las estructuras de las economías, su grado de apertura y los regímenes normativos.

Esta perspectiva encontró cierto soporte en trabajos estadísticos más formales que indicaban que las mediciones en tiempo real de la coexistencia de incrementos inusualmente rápidos del crédito y de los precios de los activos podrían ayudar a alertar de dificultades financieras, debilidad del producto y desinflación más allá del horizonte temporal tradicional de uno o dos años normalmente utilizado en los marcos de política monetaria. De manera más general, los estudios econométricos comenzaron a asignar un papel importante a los agregados cuantitativos, tanto monetarios como crediticios, en este tipo de fluctuaciones económicas de auge y corrección, en las que los precios inmobiliarios desempeñaban una función clave.

La principal implicación de esta perspectiva era que podría ser deseable que los marcos de política monetaria permitieran actuar para corregir una acumulación observada de desequilibrios financieros, aun cuando las perspectivas de inflación a corto plazo fueran benignas. Esto podría actuar como un seguro, limitando el riesgo y los costes de una corrección potencialmente perturbadora de los desequilibrios en el futuro, bien porque éstos se caen por su propio peso o bien porque acaban surgiendo presiones inflacionistas retardadas, obligando a los bancos centrales a endurecer su política. De hecho, en un entorno de inflación baja, las consecuencias desinflacionistas de una corrección podrían traducirse en riesgos de deflación, además de las complicaciones derivadas de la carga real de la deuda y del límite inferior cero para las tasas de interés oficiales nominales. Desde el punto de vista operativo, un endurecimiento preventivo obligaría a ampliar los horizontes de la política monetaria más allá del lapso de uno o dos años utilizado habitualmente, lo que permitiría valorar de forma más estructurada los riesgos extremos pero altamente improbables de un escenario.

Implicaciones
para la política
monetaria

Incorporación de la evolución monetaria y crediticia a las políticas

Los bancos centrales han adoptado diversas perspectivas sobre el papel de los agregados cuantitativos en los marcos actuales de política monetaria.

Algunos bancos centrales aún son reacios a asignar un papel destacado a los agregados monetarios...

A muchos bancos centrales les ha resultado difícil extraer de los agregados monetarios información suficientemente fiable como para utilizarlos como indicadores de la inflación, por lo que se han mostrado reacios a asignarles un papel destacado en el control de ésta. A esta categoría pertenecen la Reserva Federal y la mayoría de los bancos centrales con objetivos de inflación. No obstante, algunos de ellos han empezado a preguntarse si está justificado este enfoque de desatención institucional de los agregados cuantitativos, especialmente en economías donde éstos han registrado un rápido incremento, como es el caso del Banco de Inglaterra y, en mayor medida, del Banco Nacional de Suiza. Por el contrario, desde sus inicios, el BCE ha recalcado sistemáticamente la importancia de los agregados monetarios para contrastar la evidencia obtenida a partir de los determinantes de la inflación a corto plazo.

... mientras que otros están más dispuestos a hacerlo

Mayor disposición a considerar que el crédito contribuye a los desequilibrios financieros

En los últimos años, el clima intelectual preponderante entre los bancos centrales se ha vuelto un poco más receptivo a la corriente que resalta el papel potencial de los agregados cuantitativos como señales de desequilibrios financieros. Por ejemplo, el BCE ha ampliado y matizado la interpretación del pilar del análisis monetario para reflejar el papel del crédito y de los precios de los activos. Del mismo modo, la segunda perspectiva (a medio plazo) del nuevo marco de política monetaria del Banco de Japón también tiene cabida para estos factores. Además, en consonancia con esta corriente, varios bancos centrales con objetivos de inflación permiten ahora ampliar el horizonte normal de su política ante la posible acumulación de desequilibrios financieros (por ejemplo el Banco de Inglaterra, el Sveriges Riksbank y el Banco Central de Noruega), o han resaltado la importancia de partir ya de un horizonte temporal de medio plazo, como en el caso del Banco de la Reserva de Australia.

Riesgos bidireccionales

Es probable que en los próximos años se intensifique el debate sobre el lugar que deben ocupar los agregados monetarios y crediticios en los marcos de política monetaria. Ciertamente, la rápida expansión actual de estos agregados en distintas partes del mundo podría hacer que algunos bancos centrales se pregunten introspectivamente cuál es la respuesta de política monetaria más apropiada. Como ya se ha señalado, hay mucho en juego. Si otorgan demasiado peso a los agregados, los bancos centrales corren el riesgo de sobrerreaccionar y posiblemente confundir al público en cuanto a sus estrategias y prioridades, especialmente en economías en las que las presiones inflacionistas a corto plazo siguen siendo moderadas. Por otro lado, hacer caso omiso de las señales que se desprenden de estos agregados entraña el riesgo de reaccionar mal y tarde. En ambos casos, la credibilidad de los bancos centrales radica, en última instancia, en el término medio.