

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

El periodo examinado estuvo marcado por la incertidumbre y por un notable cambio de orientación de la política monetaria. Los tipos de interés a corto plazo, en general, continuaron subiendo en muchos países durante el primer semestre del año pasado debido al elevado crecimiento y a las crecientes presiones inflacionarias. Sin embargo, a medida que avanzaba el periodo, el ciclo mundial de los tipos de interés cambió de tendencia en respuesta a la creencia de que el ritmo de la actividad estaba empezando a debilitarse rápidamente. A principios del 2001, era cada vez más evidente que la actividad económica había comenzado a desacelerarse de forma significativa en algunos países, lo que llevó a la mayoría de los bancos centrales a bajar los tipos de interés. A pesar del cambio de orientación de los tipos oficiales durante este periodo, los tipos a largo plazo tendieron, por lo general, a bajar en los principales países industrializados y las curvas de rendimiento, a invertir su sentido durante gran parte del mismo. No obstante, a partir de marzo del 2001 las relaciones volvieron en gran medida a la normalidad.

En Estados Unidos fue donde más claramente se manifestó el patrón mundial de transformación de la situación económica y de los mercados financieros. La política monetaria continuó endureciéndose durante el primer semestre del año pasado, pero se dio marcha atrás principios del 2001 cuando aparecieron signos inequívocos de un espectacular cambio de tendencia de la actividad económica. La Reserva Federal bajó en dos ocasiones los tipos de interés de manera imprevista en el ínterin de dos de sus reuniones ordinarias, en parte, para reforzar la situación de los mercados financieros, cuya influencia en la determinación del nivel de demanda posiblemente sea mayor en Estados Unidos que en otros países.

En Japón, se abandonó la política de tipo de interés cero en agosto, por considerar el banco central que la recuperación había adquirido una dinámica propia y que los temores de una posible deflación se habían atenuado. Al aumentar las presiones a la baja sobre el nivel de precios durante el otoño y desacelerarse bruscamente la actividad hacia finales de año, el Banco de Japón suavizó asimismo la política monetaria a principios del 2001. Un hecho especialmente preocupante fue el descenso gradual, pero en conjunto significativo, de los precios de las acciones. Se temía que este descenso pudiera afectar en alguna medida a la estabilidad del sistema financiero, puesto que nada indicaba taxativamente que su proceso de reestructuración hubiera comenzado con auténtica determinación.

Por lo que se refiere a la zona del euro, durante la primavera del año pasado la inflación general continuaba en torno al 2%, que era el límite superior del intervalo de estabilidad de los precios definido por el Eurosistema. No obstante, se aceleró durante el verano y reanudó su escalada en otoño, a consecuencia de la subida de los precios del petróleo y del debilitamiento del tipo de cambio. Estos acontecimientos contribuyeron a sucesivas subidas de los tipos oficiales. Al cambiar de signo la influencia de estos factores, la inflación bajó, pero hasta principios del 2001 no se observaron indicios concluyentes de que la actividad económica se hubiera debilitado. Con todo, el Eurosistema optó por no bajar los tipos de interés hasta mayo, pues sus proyecciones parecían indicar que la inflación tardaría en retornar al intervalo de estabilidad de los precios.

El ciclo de los tipos de interés experimentó por su parte un cambio de signo en muchos de los países que habían adoptado un objetivo explícito de inflación. Durante la primera mitad del periodo, finalizó la última fase del endurecimiento de la política monetaria. El aumento de la inflación general registrado en la mayoría de estas economías a finales del 2000 se atribuyó a factores temporales, como el encarecimiento de los precios del petróleo, por lo que se consideró innecesario insistir en la restricción de la política monetaria. A principios del 2001, los principales bancos centrales que tenían un objetivo explícito de inflación bajaron los tipos de interés en respuesta a las revisiones a la baja de las predicciones sobre el crecimiento económico para un futuro inmediato.

El logro así como el mantenimiento de un bajo nivel de inflación en todas las economías del mundo, en el contexto de una continua expansión de los mercados financieros, ha tenido importantes repercusiones para los bancos centrales. Un problema concreto lo constituye la elección de los indicadores que deben servir de guía para fijar los tipos oficiales. En este ámbito, los bancos centrales han analizado una amplia variedad de variables de información extraídas tanto de la economía real como, cada vez con más frecuencia, de los mercados financieros. La comunicación con estos mercados ha cobrado mayor importancia y las autoridades monetarias se ven cada vez más obligadas a considerar su posible reacción a la hora de elegir el momento más adecuado para adoptar sus decisiones.

Estados Unidos

El periodo que aquí se examina resultó difícil para las autoridades monetarias. Durante los tres primeros trimestres del 2000, las presiones inflacionarias parecían ir en aumento. Sin embargo, los precios de las acciones y otros indicadores financieros presagiaban al mismo tiempo una inminente desaceleración del gasto de consumo y de inversión. Por otra parte, la incertidumbre sobre el futuro crecimiento de la productividad ensombreció las expectativas de la inflación, así como las perspectivas de los beneficios de las empresas y la estabilidad de los mercados financieros a corto plazo. Más adelante, a fines del 2000, los nuevos datos anunciaron una espectacular desaceleración de la actividad económica, cuyo alcance y duración resultaban

Presiones
inflacionarias

sumamente inciertos. La elección del ritmo al que debía relajarse la política monetaria, particularmente contando con la posibilidad de que los precios de las acciones se recuperasen de forma inoportuna, exigió un profundo análisis tanto de la economía como de la psicología del mercado.

A principios del periodo culminó la última fase de un año de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. La subida del tipo objetivo de los fondos federales en 50 puntos básicos en mayo del 2000, tras la subida acumulada de 1,25 puntos porcentuales desde junio de 1999, formó parte de un moderado intento de contener un rápido avance de la tasa de expansión de la demanda agregada que podría incidir sobre la inflación. Sin embargo, a finales de la primavera y durante el verano, los indicadores prospectivos parecían indicar una incipiente desaceleración de la actividad económica, lo que indujo al Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) a aplazar nuevos incrementos de su tipo objetivo, aunque continuó manteniendo un sesgo restrictivo. Durante el otoño, el riesgo de que aumentara la inflación continuó estando presente en las evaluaciones del FOMC. Por una parte, las medidas de la inflación subyacente siguieron girando en torno al 2%, nivel que se consideraba compatible con la estabilidad de los precios y los indicios de desaceleración económica siguieron proliferando. Por otra parte, la persistencia de los elevados precios del petróleo parecía estar llevando a revisar al alza las expectativas sobre la inflación a largo plazo, al tiempo que la estrechez del mercado laboral, reflejada en los incrementos de los salarios y de los costos laborales unitarios, amenazaba con incrementos subsiguientes de las tasas de inflación subyacente.

En diciembre, era evidente que la actividad económica había comenzado a desacelerarse significativamente; prueba de ello eran la acusada disminución de las ventas al por menor, la excesiva acumulación de existencias, la marcada reducción de la riqueza de los consumidores y el pronunciado descenso de confianza de los consumidores y de las empresas. Al mismo tiempo, la situación financiera empeoró considerablemente tanto en el mercado de acciones como en el de deuda empresarial (véase el capítulo VI).

En respuesta a esta situación, el FOMC, tras cambiar su sesgo en diciembre para tener en cuenta el aumento del riesgo de desaceleración económica, bajó los tipos de interés el 3 de enero de 2001. La elección de la fecha —entre dos reuniones— y la magnitud del recorte —el doble de lo habitual— pareció sorprender a los mercados, puesto que los precios de las acciones subieron vertiginosamente y los precios de los bonos a largo plazo cayeron. El motivo para adoptar esta medida por sorpresa probablemente fuera el deseo de mostrar una pronta respuesta a la evolución de los acontecimientos y reforzar con ello la confianza de los consumidores y de los agentes de los mercados financieros. Tras una reducción adicional del tipo de los fondos federales de 50 puntos básicos, decidida en la reunión del FOMC de fines de enero, y habida cuenta de la continua mejora de la situación de los mercados financieros, (a excepción de los precios de las acciones), pareció posible evitar un periodo prolongado de lento crecimiento. A mediados de febrero, la Reserva Federal, considerando los efectos de esta reducción del tipo, preveía

La política monetaria continuó endureciéndose hasta mayo del 2000 ...

... con el riesgo de una mayor inflación aún presente en el otoño

A finales del 2000 se observaron indicios de una brusca recesión

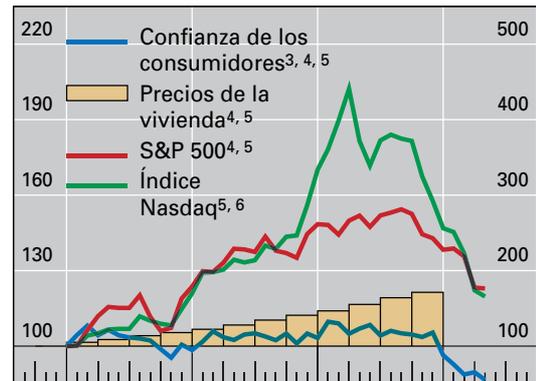
Una inesperada rebaja de los tipos de interés a principios del 2001 ...

Indicadores económicos de Estados Unidos

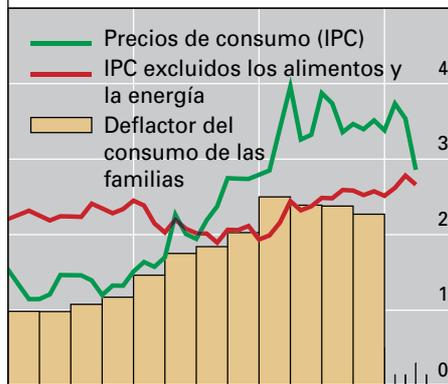
Tipos de interés¹



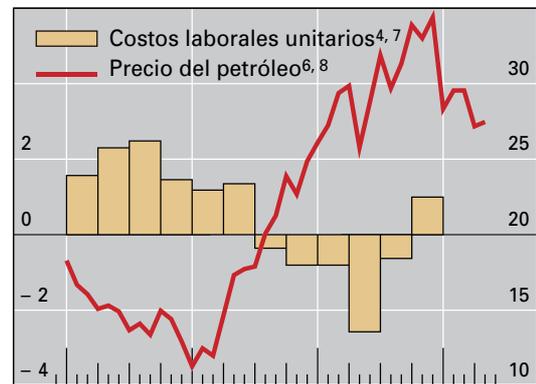
Precios de los activos y confianza de los consumidores



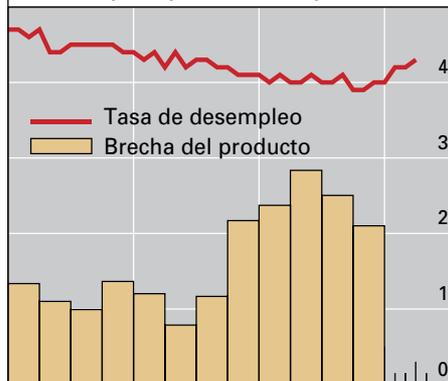
Inflación⁷



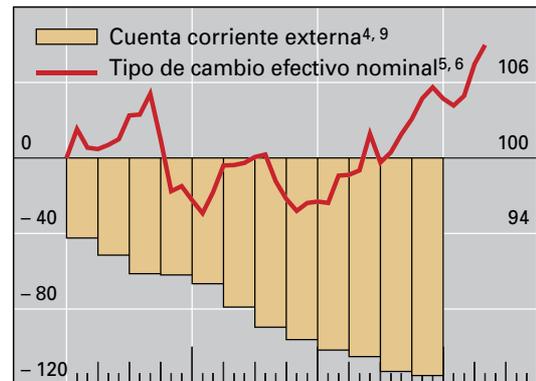
Costos



Desempleo y brecha del producto¹



Indicadores externos



¹En porcentaje. ²Títulos del Tesoro. ³Encuesta de la Universidad de Michigan. ⁴Escala de la izquierda. ⁵Finales de 1997 = 100. ⁶Escala de la derecha. ⁷Variaciones porcentuales anuales. ⁸West Texas Intermediate, en dólares de EE.UU. ⁹En miles de millones de dólares de EE.UU.

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Gráfico IV.1

que la tasa anual de crecimiento sólo disminuiría ligeramente en el 2001 con respecto a su potencial a largo plazo estimado y que la inflación general —basada en el índice de gasto de consumo personal— se situaría en torno al 2%. Pero a medida que pasaba el tiempo, fueron apareciendo nuevos indicios que aumentaron la probabilidad de que la contracción de la economía resultara más intensa y duradera de lo esperado. En su reunión de marzo, el FOMC bajó de nuevo los tipos de interés en 50 puntos básicos, el 18 de abril,

realizó una bajada similar tras mantener una consulta durante el ínterin y el 15 de mayo volvió a rebajar los tipos en otros 50 puntos básicos. La reducción total del tipo de los fondos federales ascendió, por lo tanto, a 250 puntos básicos en los cinco primeros meses del año, fenómeno sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial. Aunque el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo y los tipos a corto plazo disminuyó en términos generales durante el 2000, este proceso se invirtió a principios del 2001 tras iniciarse la fase de relajación de la política monetaria. Por ejemplo, el rendimiento de los pagarés del Tesoro a 10 años aumentó 56 puntos básicos entre el 23 de marzo y el 20 de abril.

... seguidos de otros cuatro en un breve periodo

En el trasfondo de la evolución de la política monetaria en Estados Unidos durante los últimos trimestres ha existido, al igual que en años anteriores, un debate centrado en determinar si el nivel sostenible de la tasa de crecimiento de la productividad se ha incrementado (véase el análisis de los indicadores de la política monetaria más adelante). Durante la fase anterior de endurecimiento monetario, la Reserva Federal consideraba de interés prioritario disponer de estimaciones precisas de la brecha del producto para evaluar los efectos inflacionarios de la sólida demanda agregada. Por el contrario, en el cuarto trimestre del 2000, la continua caída de los precios de las acciones y la brusca desaceleración del crecimiento del producto hicieron que tanto las autoridades económicas como los mercados centraran su atención, durante un tiempo, en las perspectivas a más corto plazo de crecimiento de la productividad, al estimar preferible que el crecimiento de la productividad fuera continuo, por lo que repercutiría favorablemente en los beneficios, los precios de las acciones y el gasto. Esto también significaría (véase el capítulo II) que algunos de los desequilibrios aparentes de la economía estadounidense eran más sostenibles de lo que se pensaba. Naturalmente, si el mantenimiento de un mayor crecimiento de la productividad se traducía en una reducción de las horas trabajadas, del empleo y de la renta de los hogares, persistía el riesgo de que, a pesar de todo, disminuyera la confianza de los consumidores.

El crecimiento de la productividad continuó siendo incierto

Japón

En razón del significativo crecimiento del PIB y del aumento de la producción industrial registrados durante la primavera del 2000, el Banco de Japón se encontró ante una difícil disyuntiva. ¿Debía abandonar la política de tipo de interés cero adoptada un año antes? y, en caso afirmativo, ¿En qué momento? El Consejo de Política Monetaria se decantaba progresivamente por la opinión de que el continuo descenso de los precios de consumo obedecía principalmente a transformaciones del lado de la oferta, tales como la liberalización y la alteración de los canales de distribución, dado que las presiones ejercidas por la debilidad de la demanda parecían ir a la baja. Puesto que la tasa interanual de descenso de los precios (excluidos los alimentos frescos) se mantuvo durante la primavera en el -0,3% y surgieron algunos indicios de que la recuperación había empezado su andadura, el tipo objetivo a un día se elevó en agosto al 0,25%. Si bien esta medida

Descenso de los precios, pero subida de los tipos de interés

significaba un leve endurecimiento de la política monetaria, el Banco de Japón declaró que su postura seguía estando orientada, en términos generales, a favorecer la expansión.

La economía se
desaceleró ...

Sin embargo, durante el otoño y el invierno, la economía volvió a desacelerarse y la tasa subyacente de descenso de los precios de consumo registró un aumento. El rendimiento de los bonos a largo plazo, que se había mantenido estable durante la mayor parte del año, cayó desde un 1,8% en octubre hasta el 1,7% en diciembre y alcanzó un 1,1% a principios de marzo del 2001. Esta disminución pareció indicar que los mercados financieros esperaban que la economía siguiera debilitándose. Por otra parte, era cada vez más evidente que se habían realizado escasos progresos en relación con la reducción del volumen de préstamos en mora, puesto que préstamos cancelados fueron sustituidos por nuevos préstamos en situación irregular.

... como
consecuencia de la
desaceleración de
Estados Unidos y
del descenso de los
precios de las
acciones

Fueron varios los factores que contribuyeron a esta situación. En particular, la brusca reducción de las exportaciones a los países asiáticos, debida en gran parte a la repercusión de la desaceleración de Estados Unidos en estas economías, provocó una disminución de la producción industrial en el primer trimestre del 2001. Otro factor que obstaculizó la incipiente recuperación fue una nueva disminución de la capacidad de los bancos para otorgar préstamos que tuvo su origen en la vertiginosa caída de los precios de las acciones iniciada en la primavera del 2000. Los bancos no pudieron atenuar, como habían hecho en el pasado, la repercusión de las pérdidas crediticias en los beneficios mediante el recurso de hacer efectivas las ganancias de capital en sus carteras de acciones, puesto que los precios de las acciones, medidos por el índice Nikkei, alcanzaron en la primavera del 2001 el nivel más bajo de los últimos quince años.

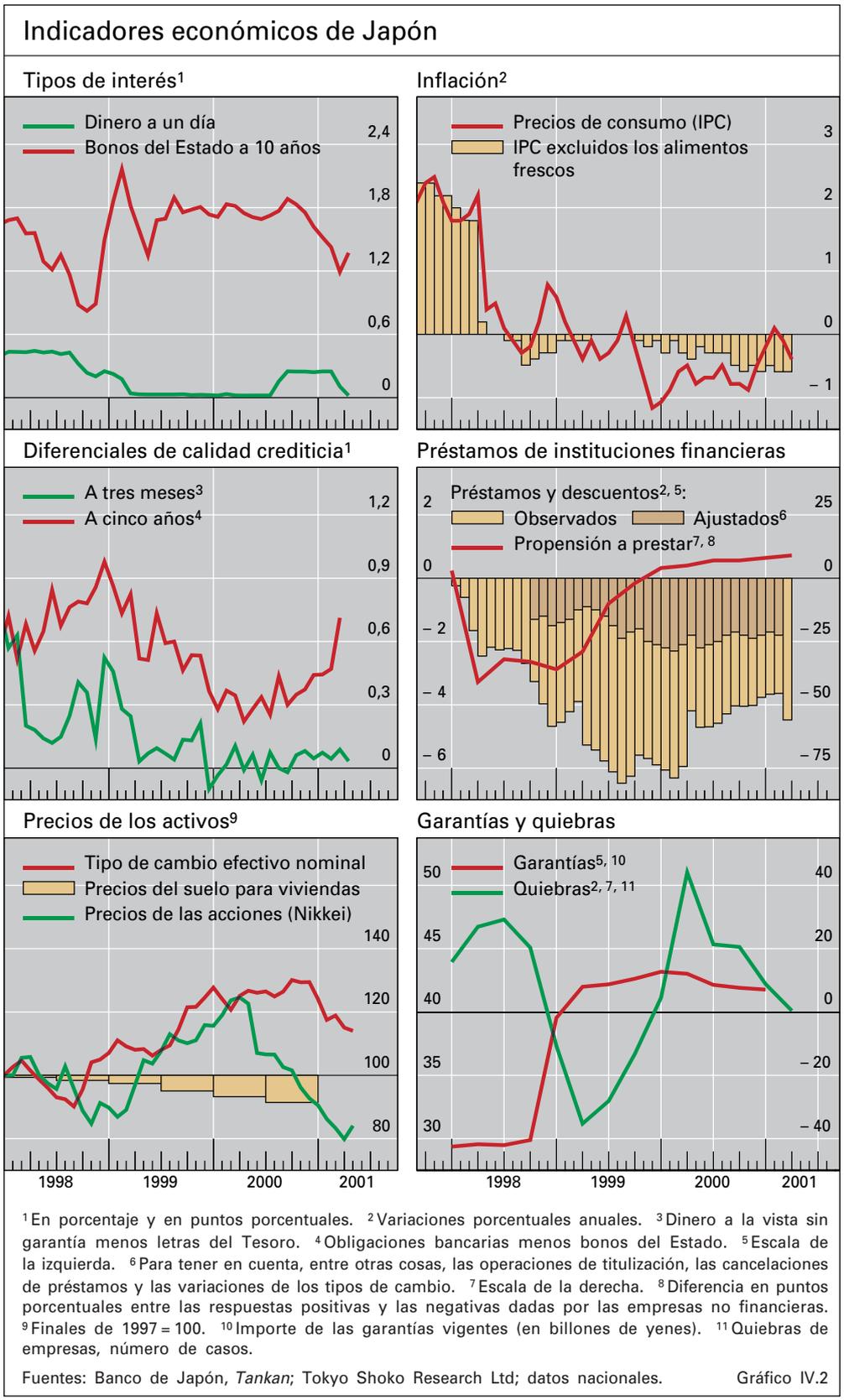
La política
monetaria se relajó
en febrero ...

Ante este deterioro de la situación económica y la creciente posibilidad de que Estados Unidos entrara en recesión, el Banco de Japón adoptó nuevas medidas a principios de febrero del 2001 con el fin de impulsar la economía. Al objeto de aumentar la provisión de liquidez, introdujo una nueva línea de crédito (Lombard) que permitía a los bancos solicitar préstamos al tipo de descuento oficial, que se bajó del 0,5% al 0,35%. Esta línea estableció, de hecho, un tope máximo para los tipos a un día en el mercado interbancario. Ese mismo mes se adoptaron medidas adicionales: el tipo objetivo a un día se redujo al 0,15% y el tipo oficial de descuento se rebajó al 0,25%. A la vista de que aumentaban los indicios de que la recuperación se había interrumpido, se adoptaron otras decisiones de política monetaria en marzo. Mediante el efecto combinado de la sustitución del tipo a un día como objetivo de control por el saldo total pendiente de las cuentas corrientes de los bancos en el Banco de Japón y de la ampliación de este saldo de 4 a 5 billones de yenes se consiguió reducir el tipo de interés a un día a casi un 0,05%.

... y en marzo

El Banco de Japón anunció en marzo, junto con los demás cambios de política monetaria, unas "pautas de conducta en relación con el objetivo para el IPC". En ellas se manifestaba que las nuevas medidas continuarían en vigor hasta que los precios de consumo dejaran de bajar, probablemente con la intención de que se extendieran las expectativas de que los tipos de interés se mantendrían en niveles muy reducidos durante un periodo prolongado y

reducir así toda la curva de rendimientos. Aunque el Banco de Japón mantuvo una actitud de cautela respecto a la introducción de un objetivo de inflación a medio plazo, el anuncio puso de manifiesto la creciente importancia que concedía a evitar descensos subsiguientes de los precios.



Inyección de liquidez

Al mantenerse los tipos a un día prácticamente a cero, no quedaba margen para seguir relajando la política de tipos de interés. Por otra parte, el Banco de Japón consideraba que la debilidad del sistema financiero y del sector empresarial, disminuía las posibilidades de que un incremento de la cantidad de dinero impulsara la actividad económica. En particular, se estimaba improbable que un aumento de la base monetaria efectuada mediante cuantiosas compras de bonos del Estado animara a los bancos a expandir su volumen de préstamos, habida cuenta del estado de sus balances y la escasa demanda de nuevos préstamos. Además, aunque fuera posible provocar una depreciación del yen comprando divisas y estimular así el sector de exportación, existía el riesgo de que algunas empresas no fuesen capaces de trasladar los incrementos que experimentarían los costos de importación en razón de la debilidad de la demanda interna. Una depreciación conllevaba, pues, el peligro de reducir los márgenes de beneficios en algunos sectores y de frenar la actividad y podía, además, resultar problemática por su efecto negativo en otras economías de la región asiática.

Importancia de las reformas

Al verse limitada la eficacia de la política monetaria y ser escaso el margen de acción de la política fiscal debido al rápido crecimiento de la deuda pública registrado en los últimos años, cada vez estaba más arraigado el convencimiento de que para que la economía volviera a crecer era necesario llevar a cabo reformas encaminadas a resolver los endémicos problemas de balance del sector financiero y del sector empresarial. Asimismo se consideraba que para que cualquier estrategia tuviera resultados positivos, era esencial un aumento duradero de la rentabilidad de las actividades principales de los bancos. Si bien los bajos niveles de los tipos de interés resultaban beneficiosos por cuanto que estimulaban la demanda, también se consideraba que disminuían los incentivos para llevar a cabo una reestructuración, ya que los préstamos en mora podían refinanciarse a un costo muy reducido, lo que hacía absolutamente imprescindible que la política de bajos tipos de interés estuviera acompañada de otros incentivos para intensificar el proceso de reforma estructural.

La zona del euro

La situación también fue difícil el año pasado para las autoridades monetarias de la zona del euro, puesto que las perspectivas de la inflación cambiaron de nuevo rápidamente. Hasta el otoño del 2000, el reto principal para el Banco Central Europeo (BCE) consistió en impedir que el aumento de la inflación relacionado con el costo de la energía se instalase en los acuerdos salariales y provocara efectos más duraderos. Con posterioridad, el principal problema fue averiguar en qué medida la desaceleración de Estados Unidos y de la economía mundial en general reduciría la actividad y las presiones sobre los precios en la zona del euro. Un factor que complicó la situación fue el debilitamiento del euro y el riesgo de que la tasa de depreciación se acelerara. Aunque el tipo de cambio no era un objetivo de la política monetaria, influyó en las presiones inflacionarias tanto

El debilitamiento del euro un factor de complicaciones

directamente, a través de los precios de importación, como quizá indirectamente a través de las expectativas de inflación (véase también el capítulo V).

A principios del 2000, el BCE continuó con el proceso de endurecimiento gradual de la política monetaria que había iniciado a finales de 1999. La inflación general, medida por la variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), que había alcanzado un mínimo de 0,8% en enero de 1999, aumentó ininterrumpidamente a partir de ese momento hasta alcanzar un máximo del 2,9% en noviembre del 2000. Esta aceleración fue atribuible en gran medida al encarecimiento de los precios del petróleo y a la depreciación acumulada del euro de un 16% entre enero de 1999 y diciembre del 2000. Estos hechos estuvieron acompañados de una considerable subida de los precios de importación, que aumentaron un 22% durante los doce meses anteriores a septiembre del 2000. A pesar de que la inflación subyacente, medida por el IAPC, con exclusión de los precios de los alimentos y de la energía, continuó mostrando un comportamiento moderado, el tipo de recompra se subió sucesivamente desde el 3% a principios del 2000 al 4,75% en el otoño. Durante algunos meses, el Consejo de Gobierno mantuvo una prudente actitud de espera, incluso cuando la economía estadounidense comenzó a desacelerarse bruscamente y las presiones inflacionarias dieron muestras de estar disminuyendo en la zona del euro. A la vista de que las subidas salariales seguían siendo moderadas y de que las perspectivas de crecimiento se revisaron a la baja, el BCE redujo finalmente los tipos en mayo del 2001.

Parece que fueron varios los factores que condicionaron la respuesta del Eurosistema. Cuando anunció el marco de su política monetaria, el Consejo de Gobierno había declarado que una desviación temporal con respecto al nivel máximo del 2% no debía considerarse incompatible con el mantenimiento de la estabilidad de los precios. No obstante, dado el reducido historial de la institución, es concebible que a las autoridades les preocupara que su credibilidad se viera mermada si no respondían, siquiera de una manera limitada, a la desviación con respecto al objetivo. Por otra parte, un crecimiento de M3 superior al valor de referencia del 4,5%, que constituye el primer pilar del marco de la política monetaria, recomendaba prudencia. Otro factor que influyó en la política monetaria fue la sensibilidad histórica de los salarios de muchas economías de Europa Continental a las variaciones de la inflación y a la escasez de oferta de mano de obra en el mercado de trabajo. Al aumentar la inflación general y continuar disminuyendo el desempleo en la zona del euro desde un 9,5% en enero del 2000 hasta un 8,6% en diciembre, no podía descartarse que aumentaran las expectativas inflacionarias y se produjeran ajustes posteriores en los mercados laborales.

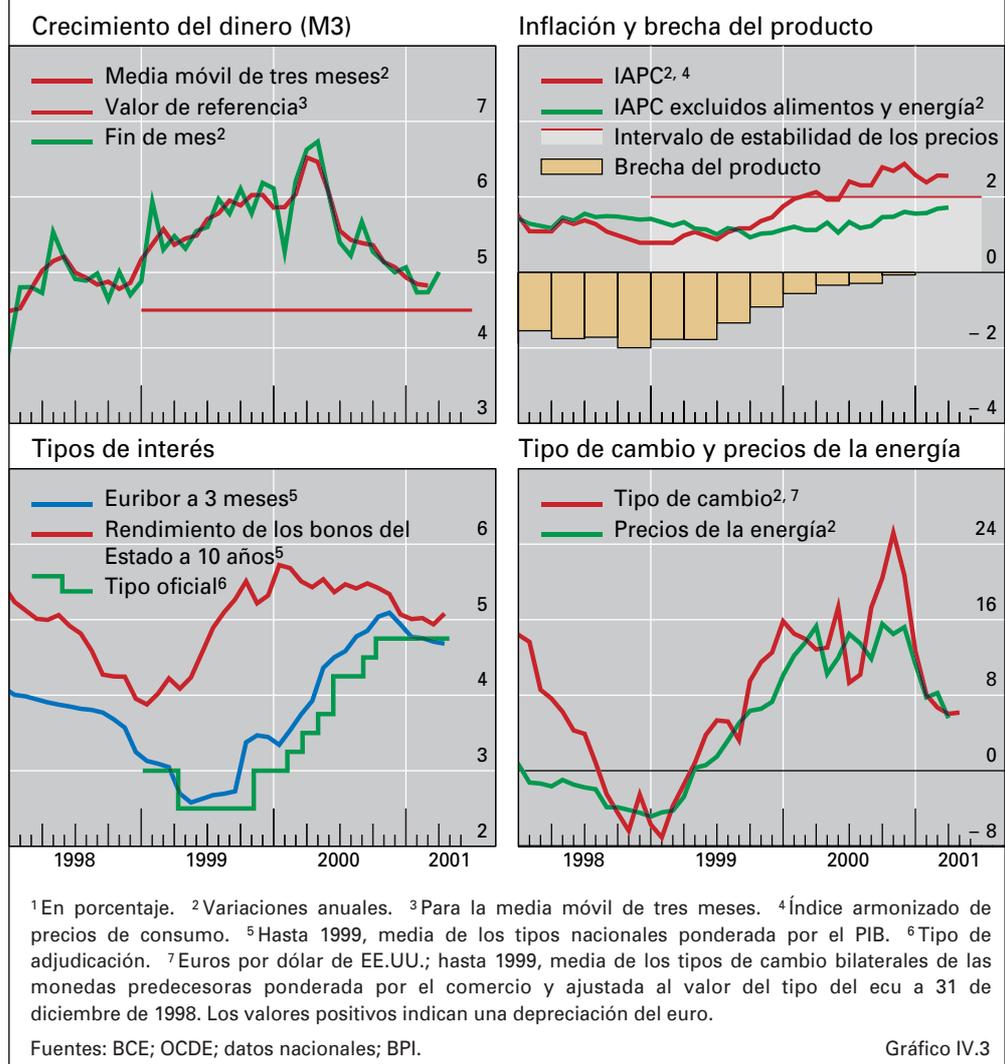
En esa situación, los rendimientos de los bonos a largo plazo se mantuvieron estables en torno a un 5,5% durante gran parte del año y a continuación comenzaron a disminuir, alcanzando el 4,9% a mediados de marzo del 2001. Por una parte, podría considerarse que esta evolución fue impulsada principalmente por una similar tendencia a la baja de los tipos a

La inflación general aumentó en respuesta a los precios del petróleo y a la depreciación del tipo de cambio

Factores que condicionaron la política monetaria

Riesgo de que se produjeran efectos posteriores

Indicadores económicos de la zona del euro¹



La política monetaria continuó gozando de credibilidad

largo plazo de Estados Unidos, conclusión coherente con las tendencias posteriores de los tipos de los bonos a subir tanto en Estados Unidos como en Europa. Por otra, podría indicar que las variaciones al alza de la inflación general no influyeron en las expectativas de la inflación, ya que los mercados financieros y la opinión pública en general continuaron concediendo credibilidad a la política del Eurosistema orientada hacia la estabilidad. La ausencia de indicios hasta la fecha, de que el aumento de la inflación general se hubiera instalado en los costos laborales parece ser otro argumento que confirma esta última interpretación.

Países que han adoptado un objetivo de inflación

En muchos países industrializados, el eje de la política monetaria está constituido por un objetivo cuantitativo explícito de inflación. De hecho, el número de bancos centrales que han adoptado ese tipo de estrategia aumentó durante el periodo examinado al anunciar Islandia y Noruega objetivos de inflación en marzo del 2001.

Durante el primer semestre del 2000, los bancos centrales de la mayoría de los países que tienen objetivos de inflación llevaron a cabo la última fase de endurecimiento general de la política monetaria iniciado en 1999. A partir de ese momento, mantuvieron los tipos de interés bastante estables hasta finales de año. El Banco de Inglaterra mantuvo, de hecho, los tipos oficiales constantes durante casi todo el año pasado, debido a que, aunque la demanda interna era elevada y continuaba la estrechez de los mercados de trabajo, no existía casi ningún indicio de que estuviera aumentando la tasa de inflación subyacente. El ciclo de los tipos de interés cambió de tendencia a principios del 2001 iniciando una senda descendente. Los tipos oficiales se recortaron en Australia, Canadá, Nueva Zelanda, el Reino Unido y Suiza, ya que la inflación continuó mostrándose moderada, al tiempo que se esperaba que el crecimiento de la producción sería inferior a la tendencia debido, en gran parte, a que la evolución era similar en los mayores países industrializados.

Durante el periodo examinado, la evolución de los tipos de interés a corto plazo de los países industrializados que tienen un objetivo de inflación fue parecida a la del tipo de los fondos federales estadounidenses, tal como había sucedido al menos en los dos últimos años. En realidad, la mayoría de estos países se encontraba en una fase del ciclo económico similar a la de Estados Unidos, particularmente en el caso de Canadá. A partir de noviembre de 1999, casi todas las variaciones de los tipos de interés oficiales canadienses se llevaron a cabo inmediatamente después de que se modificara el tipo de los fondos federales. Dado que Estados Unidos representa cuatro quintas partes del comercio exterior canadiense y que los mercados de capitales de ambos países están muy integrados, su política monetaria suele seguir una trayectoria similar, aunque no idéntica.

Como indica la semejanza de los ciclos de los tipos de interés, los bancos centrales que tienen un objetivo explícito de inflación tuvieron que afrontar una serie de cuestiones comunes. Hasta el otoño del 2000, una de sus principales preocupaciones fue el recalentamiento económico, al considerarse que la demanda estaba aumentando a mayor ritmo que la oferta. Además, parecía que había escasez de oferta de mano de obra en los mercados de trabajo, aunque las variaciones generalmente modestas de los costos laborales unitarios apenas dieron muestras de que los salarios estuvieran creciendo en mayor medida que la productividad. No obstante, algunos bancos centrales continuaron endureciendo la política monetaria por temor a que aumentaran las presiones inflacionarias subyacentes. El Banco de Canadá subió su tipo oficial clave 50 puntos básicos en mayo del 2000, la cuarta subida desde noviembre de 1999; el Banco de la Reserva de Australia incrementó su tipo al contado en 50 puntos básicos entre abril y agosto del 2000, tras varias subidas previas que sumaban un total de 75 puntos básicos; y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda subió los tipos en abril y en mayo un total de 75 puntos básicos. La economía sueca también continuó creciendo en el 2000 a una tasa superior a la media, aunque el Riksbank consideró que podía esperar hasta finales del año para subir los tipos de interés.

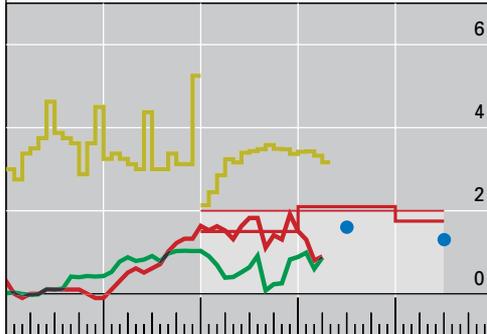
Los tipos de interés siguieron el ciclo de Estados Unidos

Elevada demanda agregada en el 2000

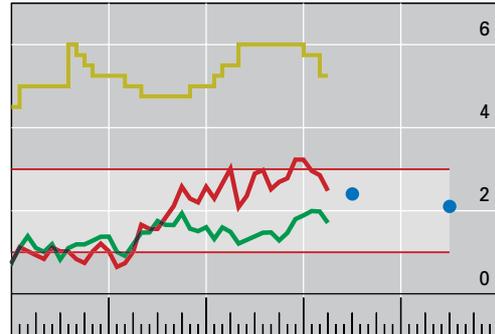
Inflación y tipos oficiales en los países que han adoptado un objetivo de inflación¹

— Inflación del IPC — Predicción del banco central — Objetivo de inflación
— Inflación subyacente² ● Predicción del mercado³ — Tipo oficial⁴

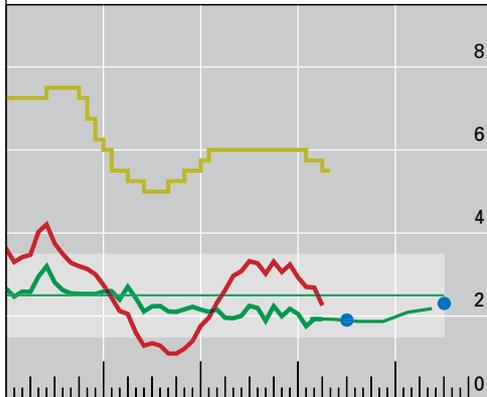
Suiza



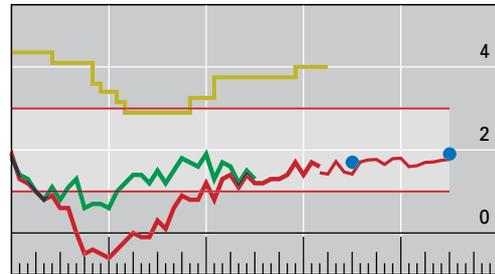
Canadá



Reino Unido



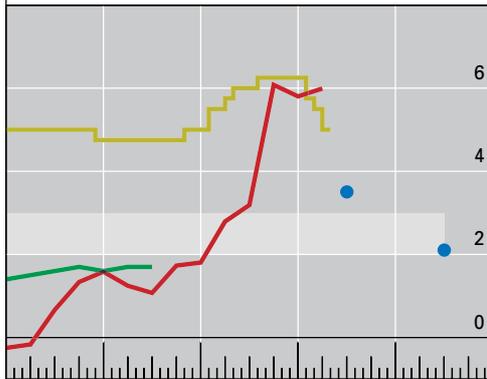
Suecia



Nueva Zelanda



Australia



Nota: Suiza no tiene un objetivo de inflación sino que utiliza una estrategia de predicción de la inflación basada en una amplia gama de indicadores, dirigida principalmente a un objetivo numérico para la estabilidad de los precios.

¹ Tasas de inflación: variación porcentual anual. Australia (desde octubre de 1998), Canadá, Nueva Zelanda (desde el 2000) y Suecia: se fija un objetivo para la inflación del IPC; Reino Unido (y anteriormente también Australia y Nueva Zelanda): se fija un objetivo para la inflación subyacente. ² Canadá y Suiza: IPC, exc. los precios de los alimentos y de la energía (en el caso de Canadá, exc. también los impuestos indirectos); Reino Unido: índice de precios al por menor, exc. los pagos de intereses hipotecarios; Suecia: IPC, exc. los impuestos indirectos, las subvenciones y los gastos en intereses hipotecarios; Australia: IPC, exc. los alimentos de temporada, la gasolina, los pagos de los intereses hipotecarios, las tarifas del sector público y otros precios volátiles (la publicación se suspendió en junio de 1999); Nueva Zelanda: IPC, exc. los servicios crediticios. ³ Del IPC anual o, en el caso del Reino Unido, la inflación subyacente; encuestas realizadas en abril del 2001. ⁴ Suiza: Libor a tres meses (el objetivo se fija en 50 puntos básicos por encima y por debajo del Libor); antes del 2000, tipo Lombard; Canadá: límite superior de la banda de control; Reino Unido y Suecia: tipo de recompra; Australia: tipo al contado; Nueva Zelanda: tipo al contado (antes de marzo de 1999, tipo del dinero a la vista).

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

Gráfico IV.4

La cuestión de máximo interés para las autoridades monetarias consistía en determinar si los incrementos de la productividad observados en Estados Unidos desde 1995, que muchos creían que serían en gran medida permanentes, se materializarían también en sus economías. Esta cuestión revestía importancia, por cuanto que la incertidumbre sobre la tendencia de la productividad del trabajo dificultaba la evaluación del producto potencial y de las presiones inflacionarias y, por lo tanto, de la correcta orientación de la política monetaria. En la mayoría de los países que han adoptado objetivos de inflación, tan sólo pudieron detectarse incrementos poco significativos y relativamente recientes del crecimiento de la productividad, atribuibles sobre todo a factores cíclicos. La única excepción importante fue Australia, que había disfrutado de un crecimiento muy elevado de la productividad durante toda la década de los noventa. Sin embargo, en el Reino Unido algunos miembros del Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de Inglaterra manifestaron que, su inclinación a bajar los tipos de interés durante el 2000 se basó en la consideración de que el crecimiento de la productividad a largo plazo había aumentado. En Suecia, el aplazamiento de la subida de los tipos durante el 2000 se debió asimismo a la creencia de que el nivel de crecimiento sostenible de la productividad había aumentado, debido en parte a los buenos resultados del sector interno de tecnología de la información.

Los bancos centrales afrontaron cuestiones similares, como la persistente incertidumbre sobre el crecimiento de la productividad ...

La segunda cuestión residía en saber cómo hacer frente a la nueva y brusca subida que experimentaron los precios del petróleo desde mediados del 2000, que elevó las tasas de inflación por encima de los objetivos de la mayoría de los bancos centrales. Los tipos de interés no se subieron en consecuencia, puesto que por lo general se pensaba que las perturbaciones de los precios del petróleo eran temporales. Sin embargo, algunos de los bancos centrales con objetivo de inflación declararon que si bien no reaccionarían a los efectos inmediatos de estas perturbaciones de los precios, considerarían la posibilidad de endurecer la política monetaria si los indicadores señalaban la aparición de efectos posteriores. El Banco de la Reserva de Australia mantuvo constantes los tipos de interés incluso cuando las subidas de los impuestos y el encarecimiento de los precios del petróleo hicieron que la inflación se disparara en el tercer trimestre. En Canadá, las expectativas inflacionarias a largo plazo apenas aumentaron cuando subieron los precios del petróleo y permanecieron cercanas al punto medio del intervalo fijado como objetivo de inflación por el Banco de Canadá. Hacia finales del 2000, el descenso de los precios del petróleo atenuó las presiones sobre la inflación general en la mayoría de los países, lo que redujo significativamente la probabilidad de que las subidas anteriores produjeran efectos indirectos posteriores.

... el efecto de las subidas de los precios del petróleo ...

La tercera cuestión de interés para las autoridades monetarias durante el periodo examinado está relacionada con la evolución de los tipos de cambio. Durante la mayor parte del 2000, una de las principales preocupaciones en el Reino Unido fue el creciente desequilibrio sectorial provocado por el elevado valor de la libra frente al euro, que se tradujo en resultados insatisfactorios en algunos sectores de exportación, al tiempo que la demanda interna creció rápidamente. Una reducción de los tipos de interés podría haber traído una

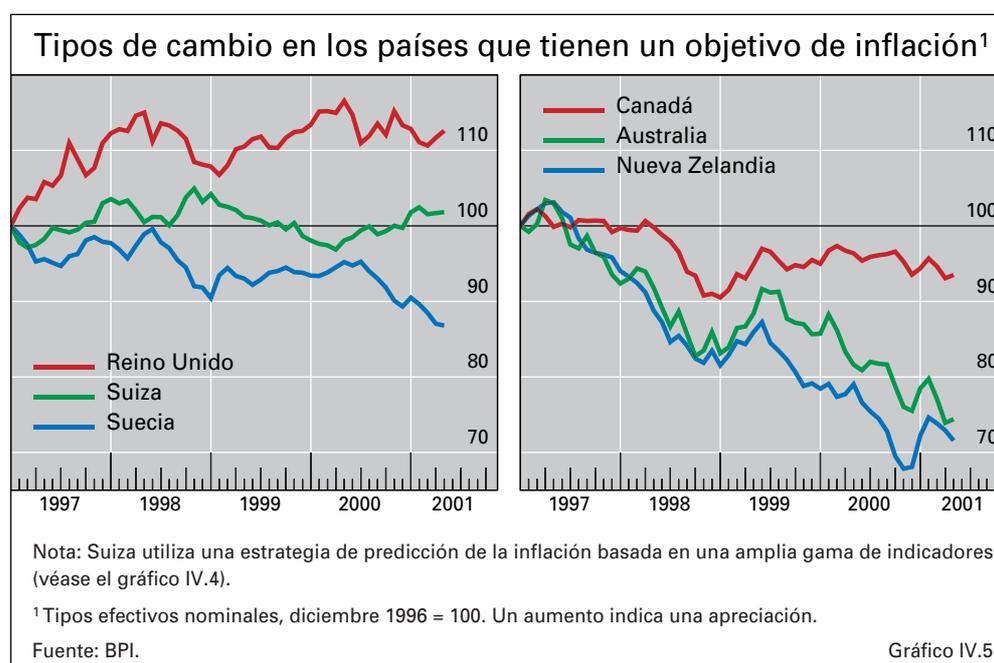
... y la sorprendente evolución de los tipos de cambio

depreciación de la libra que hubiera favorecido a los sectores de exportación, pero con ello se habría provocado un nuevo aumento de la demanda interna, situada ya en un nivel demasiado elevado. El Banco de Inglaterra mantuvo el principal tipo oficial en un 6%, puesto que las previsiones apuntaban a que cumpliría su objetivo de inflación agregada.

El tipo de cambio fue también objeto de atención en Australia y Nueva Zelanda, debido a que sus monedas experimentaron una significativa depreciación. En última instancia, la influencia de las depreciaciones en la orientación de la política monetaria fue menor de lo que cabía esperar a tenor de la experiencia pasada. En ambos países, el banco central consideró que la repercusión de las variaciones de los tipos de cambio en la inflación había disminuido recientemente, por lo que se mostró más inclinado a esperar para ver si las tasas de inflación subyacente se verían afectadas por los movimientos de capital. En cambio, el Banco Nacional Suizo estimaba que el grado de esta repercusión seguía siendo alto, por lo que acogió con satisfacción la apreciación del franco suizo frente al euro considerando que frenaría las presiones inflacionarias generadas en el primer semestre del 2000 por la debilidad anterior del tipo de cambio nominal.

Durante la segunda mitad del periodo examinado, mejoraron las perspectivas de inflación, al revisarse a la baja las proyecciones del crecimiento del producto en la mayoría de los países. Esta revisión se debió en gran parte a una disminución esperada del ritmo de la actividad económica mundial, aunque también a la anterior fase de endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, la disminución prevista del crecimiento fue menor que en Estados Unidos, al igual que las probabilidades estimadas de que la recesión fuera especialmente significativa. El hecho de que en la mayoría de estas economías hubiera menos indicios de desequilibrio financiero que en Estados Unidos, principalmente en los mercados de crédito y de activos, confirmó estas previsiones. Aun así, en algunos casos se

Revisión a la baja de las proyecciones del crecimiento del producto a principios del 2001



observaron indicios de desequilibrios sectoriales. En Australia, los precios de la vivienda alcanzaron niveles excepcionales y en Canadá, la deuda personal y la de las empresas se aproximaron a máximos históricos en porcentaje del PIB (véase también el capítulo II).

Finalmente, las predicciones de desaceleración del crecimiento y de estabilidad de la inflación subyacente llevaron a muchos bancos centrales a bajar los tipos de interés. En Canadá, el descenso de la demanda estadounidense de exportaciones canadienses hizo creer que la desaceleración podría haber iniciado su curso. Por otra parte, también se temía que pudiera disminuir el crecimiento del consumo y de la inversión, al igual que en Estados Unidos. En consecuencia, el Banco de Canadá comenzó a bajar los tipos de interés en enero del 2001. En el Reino Unido, el CPM del Banco de Inglaterra seguía considerando, en su reunión de enero, que el riesgo de que aumentara la inflación era tan importante como el riesgo de que el crecimiento fuera menor de lo normal. No obstante, suavizó la política monetaria en febrero, después de que la inflación se situara de forma temporal en casi 1 punto porcentual por debajo de su objetivo, y en abril y mayo llevó a cabo nuevos recortes de 0,25 puntos porcentuales en cada ocasión. En Australia, donde la demanda interna había mostrado ya signos de debilidad, la desaceleración que experimentó la actividad económica en Estados Unidos y en Japón durante el cuarto trimestre confirmó la impresión de que la disminución del crecimiento podría ser duradera. El Banco de la Reserva redujo su tipo al contado tres veces entre febrero y abril, al estimar que las reducciones seguían siendo compatibles con un descenso de la inflación al objetivo de 2-3% en los dos años siguientes.

Los tipos de interés se rebajaron en Canadá ...

... en el Reino Unido ...

... y en Australia

Reconsideración de la gestión de la política monetaria

El cambio más importante que se ha producido en el entorno macroeconómico en las dos últimas décadas posiblemente haya sido el proceso mundial de desinflación. Aunque indudablemente son muchos los factores que han contribuido a mantener la inflación actual en niveles reducidos (véanse los capítulos II y III), el creciente compromiso de los bancos centrales de lograr y mantener la estabilidad de los precios ha desempeñado un papel decisivo en este resultado.

A pesar de haber conseguido controlar la inflación, a los bancos centrales les ha resultado difícil encontrar indicadores fiables que les sirviesen de guía para fijar los tipos oficiales. Desde que se abandonara el sistema de Bretton Woods y se generalizara la adopción de sistemas de tipo de cambio flexible, contar con estos indicadores ha constituido un objetivo prioritario, en razón de la necesidad de los bancos centrales de gestionar más activamente la política monetaria. En la década de los setenta, muchos países adoptaron un objetivo monetario cuya doble función consistía en servir de ancla nominal explícita como guía de las expectativas y de variable de información para gestionar la política monetaria. Sin embargo, en la mayoría de los países, la liberalización y la innovación financieras acabaron reduciendo la fiabilidad de los agregados monetarios como indicadores de la futura evolución

Problemas para encontrar indicadores fiables

económica. Actualmente, la estrategia de dos pilares del Eurosistema es la única, entre las de los países industrializados, que sigue concediendo un papel destacado a los indicadores monetarios. Durante los años ochenta, los bancos centrales se basaron cada vez más en un amplio elenco de variables de información para adoptar sus decisiones de política monetaria, retornando el interés por los indicadores económicos reales, tales como las medidas de la capacidad de producción subyacente y el producto potencial de la economía. La posterior adopción de unos objetivos explícitos de inflación, y el consiguiente compromiso con ellos, supuso para muchos países contar con un instrumento transparente y creíble para poner en práctica una estrategia monetaria basada en una amplia variedad de indicadores. No obstante, al definir más claramente el objetivo de la política monetaria, probablemente se hizo más necesario determinar indicadores fidedignos.

La diversa y cambiante experiencia de los bancos centrales induce por sí misma a pensar que es difícil encontrar un conjunto de indicadores fidedignos para elaborar la política monetaria. Por otra parte, el crecimiento que han experimentado los mercados financieros en los últimos años ha ampliado el conjunto de variables de información de que disponen las autoridades económicas, lo que ha aumentado la probabilidad de que la elección de los indicadores varíe de un país a otro. La mayor importancia de los mercados financieros, además de tener importantes implicaciones para la táctica de la política monetaria, también ha complicado considerablemente la comunicación al público de los cambios de política.

La elección de los indicadores de la política monetaria

El nivel de inflación inesperadamente bajo que se ha registrado en muchos países industrializados desde mediados de los años noventa ha obligado a los bancos centrales a revisar los indicadores tradicionales y los modelos utilizados para evaluar las presiones inflacionarias. El ejemplo más destacado es Estados Unidos, donde el crecimiento del PIB real ha seguido siendo muy superior y el desempleo muy inferior a los valores históricos habituales. Dado que la visión convencional del proceso de inflación de muchos bancos centrales se basa en la curva de Phillips, el comportamiento anormal de la producción y del desempleo en relación con los valores que se consideraban de equilibrio a largo plazo explica en gran parte por qué las predicciones recientes de la inflación han sido sistemáticamente excesivas.

Uno de los problemas principales ha sido la creciente incertidumbre sobre el producto potencial. En los últimos años, se ha tratado de comprender el comportamiento de la productividad total de los factores, en particular, el grado en que los aumentos medidos obedecen en mayor medida a factores seculares que a otros de carácter cíclico. Sin embargo, no siempre se reconoce que las estimaciones tanto del stock de capital como de la población activa son igualmente importantes para evaluar el producto potencial. La medición del stock de capital siempre está plagada de dificultades, pero además éstas se acentúan en los periodos de rápido progreso tecnológico, en los que el capital puede quedar obsoleto rápidamente y reducir la rentabilidad de su utilización, lo que complica la

Los indicadores tradicionales han resultado engañosos ...

... debido en parte a las dificultades para proyectar el crecimiento de la productividad

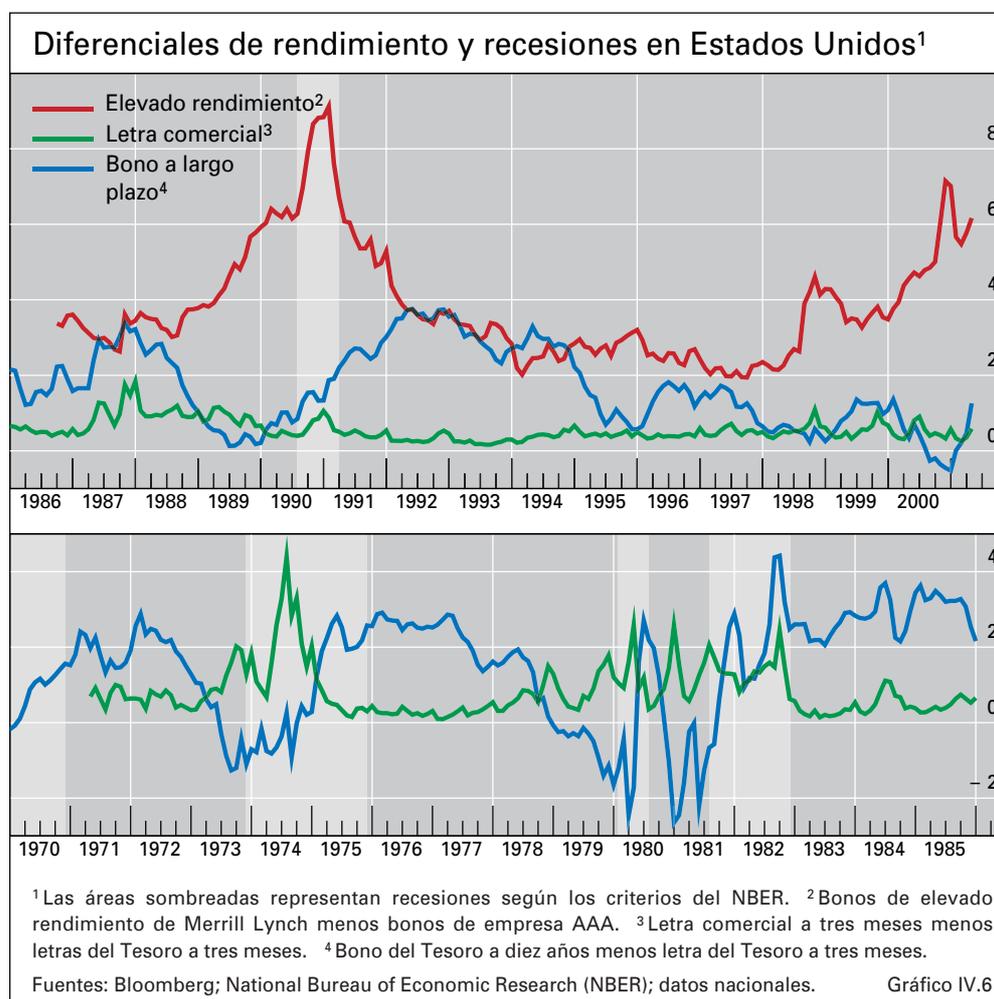
evaluación de las tasas de utilización de la capacidad. Asimismo, la evolución de las tasas de actividad y las tendencias demográficas pueden influir en la oferta de trabajo efectiva y, por lo tanto, en la capacidad productiva de la economía. Por otra parte, el cálculo de la NAIRU, que también resulta fundamental para averiguar la contribución del factor trabajo al producto potencial, puede estar sesgado por otros elementos de influencia (como una reducción de los precios de los productos básicos o una apreciación de la moneda) que reducen temporalmente las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación. Este tipo de problemas ha llevado a muchos analistas a recurrir a métodos puramente estadísticos para estimar el producto potencial. Y aunque muchos bancos centrales han seguido este ejemplo, no se deciden, como es comprensible, a basar sus decisiones de política monetaria en esos indicadores, reconociendo que no transmiten ninguna información sobre las fuerzas económicas en las que se basan las estimaciones.

Como consecuencia, en parte, de las dificultades que plantea la interpretación de los indicadores económicos reales y de la creciente importancia de los mercados financieros en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, los bancos centrales han prestado cada vez más atención a los indicadores financieros para decidir la política monetaria. Un grupo de ejemplos son los diferenciales de rendimiento. En el pasado, el diferencial de vencimiento, que es la diferencia entre los rendimientos de los bonos a largo plazo y los tipos a corto plazo, constituía un indicador útil de la futura actividad económica en muchos países. Además, en Estados Unidos la diferencia entre los tipos de los efectos comerciales y los de las letras del Tesoro también parecía predecir el crecimiento de la producción. Las variaciones de ambos diferenciales han estado estrechamente relacionadas con los cambios de dirección de la política monetaria; por ejemplo, una brusca disminución del diferencial de vencimiento que entrañaba una inversión de la curva de rendimiento ha ido acompañada normalmente de una significativa subida de los tipos oficiales. Como la mayoría de las recesiones registradas desde principios de los años setenta parecen haber sido provocadas por un endurecimiento de la política monetaria para luchar contra la inflación, el diferencial de vencimiento ha constituido un buen indicador de un debilitamiento inminente de la actividad económica.

Sin embargo, este diferencial no permite predecir, más o menos por la misma razón, las desaceleraciones que no tienen su causa principal en la política monetaria. Parece que un buen ejemplo es la recesión que comenzó en Estados Unidos en 1990. En esa ocasión, fue un brusco aumento del diferencial entre la deuda de empresas de elevado rendimiento y la deuda de empresas calificada de apta para la inversión el que pareció anunciar la desaceleración. Existen, de hecho, algunas pruebas de que este diferencial también ha sido un indicador útil del crecimiento del producto en el pasado más reciente. Probablemente la razón sea que puede reflejar los cambios —algunos de los cuales pueden ser provocados por la política monetaria— de las condiciones crediticias que influyen en la inversión de las pequeñas y medianas empresas. Posiblemente ese diferencial sea un indicador más útil

Es posible que los indicadores financieros sean más útiles

Diferencial de calidad



que otros diferenciales de tipos de interés, en la medida en que sus variaciones no van unidas específicamente al rumbo de la política monetaria sino que también reflejan otros factores determinantes del ciclo económico.

Tipo de cambio

Las variaciones del tipo de cambio nominal y la evolución de los precios de importación relacionada con ella, también se han utilizado en muchos países para evaluar las presiones inflacionarias. Estas variaciones ejercen un efecto directo en la inflación e influyen en la conducta de fijación de los salarios y en las variaciones de los precios de los bienes no comerciables. Sin embargo, como se ha señalado antes y también en el capítulo II, la experiencia reciente induce a pensar que la repercusión del tipo de cambio sobre la inflación ha disminuido o tarda más en dejarse sentir, lo que parece reducir la importancia potencial de este indicador para la política monetaria.

Agregados monetarios

Por último, como se ha señalado anteriormente, los agregados monetarios o crediticios han desempeñado un papel variable en la gestión de la política monetaria en los últimos treinta años. Los bancos centrales, con algunas excepciones notables, han expresado cada vez más sus dudas sobre las propiedades de estos agregados como indicadores de las variaciones a corto plazo tanto de la inflación como del producto. Al mismo tiempo, existen muchas probabilidades de que la información que transmiten varíe de un sistema financiero a otro. Por ejemplo, es probable que los agregados

monetarios amplios sean más útiles en los países en los que los bancos constituyen la principal fuente externa de financiación de la inversión. En cambio, en los países en los que las empresas se financian principalmente mediante la emisión de acciones y deuda, como Estados Unidos o el Reino Unido, es probable que tengan mayor influencia otros indicadores como los agregados crediticios amplios, los precios de las acciones y los diferenciales de riesgo. Independientemente de estas diferencias, el seguimiento de los agregados crediticios y monetarios también puede resultar ser de utilidad para evaluar las amenazas a más largo plazo para la estabilidad financiera (véase el capítulo VII).

Comunicación con los mercados financieros

El rápido desarrollo de los mercados financieros, además de ampliar la variedad de indicadores potenciales para la política monetaria, ha planteado asimismo retos de comunicación a los bancos centrales. En particular, las autoridades han hecho en general mayores esfuerzos para mostrarse transparentes con los mercados, a fin de no sorprenderlos. Por ejemplo, mientras que en la década de los ochenta algunos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco de la Reserva de Australia, gestionaron la política monetaria orientando los tipos de interés a un día hacia un objetivo no revelado, actualmente los bancos centrales suelen anunciar de inmediato los cambios en su política. También suministran información más abundante y puntual sobre los motivos de esos cambios. Por otra parte, algunos bancos centrales, incluido el BCE y el Banco de Japón el año pasado, han comenzado a anunciar sus proyecciones o predicciones de la futura inflación y de otras variables.

Anuncio inmediato de los cambios de política

A pesar de esto, cabe preguntarse si no resulta posible mejorar en mayor grado la comunicación. Una cuestión controvertida es la conveniencia de que los bancos centrales preparen a los mercados para los futuros cambios en su política, bien anunciando, por ejemplo, un “sesgo” como hace el FOMC, bien suministrando otras indicaciones sobre las próximas medidas que van a adoptar o incluso publicando sus proyecciones de la evolución probable de los tipos de interés. Este enfoque permitiría posiblemente a los bancos centrales influir de forma más eficaz en los tipos de interés a más largo plazo y reforzar así la transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía. Sin embargo, algunos factores hacen pensar que esto podría ser más difícil y menos deseable de lo que se pensaba inicialmente.

Anuncios de posibles cambios de política en el futuro ...

En primer lugar, el tener que decidir tanto los tipos oficiales actuales como la evolución más probable de los futuros tipos de interés complica extraordinariamente el proceso de toma de decisiones y puede resultar impracticable, sobre todo si las autoridades monetarias se reúnen con cierta frecuencia. En segundo lugar, estas autoridades pueden discrepar sobre cuáles serán las decisiones que tomarán en el futuro. Muchos bancos centrales gestionan la política monetaria a través de un comité, constituido oficial u oficiosamente, que examina el estado de la economía y su probable evolución a corto plazo, y adopta posteriormente un acuerdo sobre el nivel actual de los tipos de interés, bien por medio del consenso, bien mediante

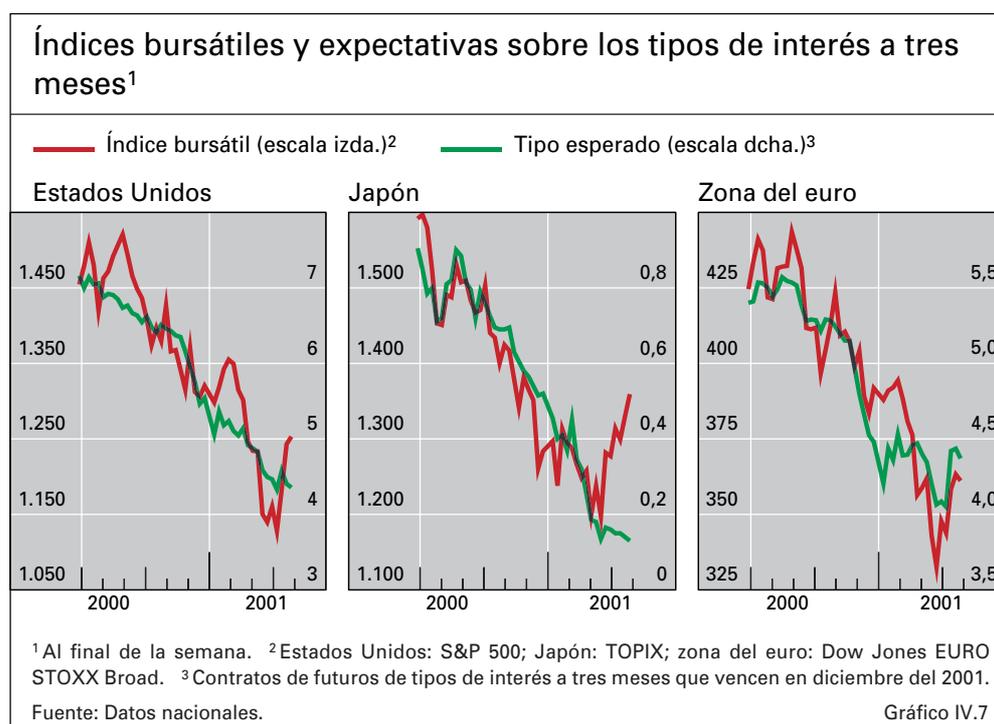
... pueden ser poco útiles ...

votación. En un sistema como el descrito, resultaría difícil adoptar una postura firme sobre los futuros cambios de los tipos de interés. En tercer lugar, un banco central podría perder credibilidad si no se atuviera a sus anuncios anteriores sobre los niveles probables de los tipos de interés en el futuro. Aunque los cambios estuvieran justificados debido a la recepción de nuevos datos, los mercados podrían hacer una interpretación diferente de la importancia del curso de los acontecimientos. Así pues, insinuar los posibles cambios en su política puede limitar innecesariamente las opciones del banco central.

... excepto, quizá, en circunstancias extraordinarias

Estas consideraciones inducen a pensar que los intentos de suministrar indicaciones precisas de los posibles cambios de política tienen poca utilidad, salvo, quizá, en circunstancias extraordinarias. Por ejemplo, podría estar indicado en situaciones en las que los tipos de interés están muy alejados de su nivel normal, como ocurrió en Estados Unidos a principios de los años noventa, en que el tipo de los fondos federales se mantuvo bajo debido a las convulsiones del sector financiero. En esas situaciones, si se ajustaran los tipos para situarlos en unos niveles más normales sin insinuar esas modificaciones a los mercados, se correría el riesgo de aumentar la inestabilidad de éstos. Sin embargo, en lugar de anunciar los posibles cambios de política monetaria, quizá fuera preferible indicar en general las condiciones que deben darse para ajustar los tipos de interés y dejar que los mercados financieros se formen sus expectativas juzgando por sí mismos si se dan o no esas condiciones. El Banco de Japón siguió de hecho esta estrategia al declarar que mantendría su política monetaria laxa adoptada en marzo del 2001 hasta que las variaciones interanuales del nivel de precios fueran nulas o positivas.

Otra cuestión importante que se plantea en relación con las estrategias de comunicación es la forma en que los bancos centrales pueden indicar a los



mercados los factores que influyen principalmente en sus decisiones cuando muchas variables cambian al mismo tiempo. Por ejemplo, los precios de las acciones suelen bajar cuando se espera que disminuya el crecimiento del producto, pero los bancos centrales suelen también reducir los tipos de interés cuando esperan una desaceleración. Es posible que los mercados interpreten erróneamente que esas medidas tienen por objeto dar un impulso a los precios de las acciones. Este riesgo aumenta si la relación entre la riqueza y la renta es alta, las acciones representan una elevada proporción de la riqueza y la actividad real representa un factor clave en las perspectivas de inflación. Este problema tiene una importancia práctica, como se observa en el gráfico IV.7, que muestra que junto con la caída sufrida el año pasado por los mercados de acciones en las tres principales economías, también disminuyeron las expectativas del mercado sobre los futuros tipos de interés a corto plazo.

Tácticas seguidas en los cambios de la política monetaria

El crecimiento de los mercados financieros también ha tenido consecuencias en las tácticas adoptadas por la política monetaria, en particular, para la elección del momento para cambiar la política monetaria. Como se ha señalado antes, en muchos bancos centrales un comité oficial de política monetaria toma las decisiones sobre los tipos de interés de acuerdo con un calendario establecido previamente. Como señaló el Banco de Canadá el año pasado, su decisión de utilizar un calendario fijo para realizar sus anuncios, ha reducido la incertidumbre de los operadores de los mercados, al no tener que temer que se cambie de política en otras fechas, salvo en circunstancias extraordinarias. Sin embargo, si se utiliza realmente un calendario fijo de reuniones, cabe preguntarse por los pros y los contras de la introducción de cambios en la política entre dos de esas reuniones, como las reducciones de los tipos de interés llevadas a cabo por la Reserva Federal a principios de enero y a mediados de abril del 2001. Aunque la necesidad de modificar los tipos de interés entre dos reuniones depende de la frecuencia con que se celebren éstas —es posible que los comités que se reúnen dos veces al mes, como en el Banco de Japón y en el BCE, apenas tengan necesidad de cambiar de política entre las reuniones— los bancos centrales siempre querrán conservar esta opción, sobre todo en el caso de perturbaciones inesperadas de los mercados financieros y que pueden alterar espectacularmente las perspectivas económicas.

La conveniencia de cambiar de política entre dos reuniones está relacionada con la cuestión más general de si los bancos centrales deben tratar de evitar el efecto sorpresa. En general, los bancos centrales deben mantener una actitud coherente a lo largo del tiempo y comunicar sus intenciones claramente para no causar sorpresas en los mercados financieros. Un cambio imprevisto de política podría acabar desestabilizando a dichos mercados si éstos creen que el banco central posee información confidencial negativa o que ha perdido el control de los acontecimientos. No obstante, pueden surgir ocasiones en las que las intenciones de los bancos centrales y las expectativas del mercado sean diametralmente opuestas. Resulta evidente

Anuncios de la política en fechas fijas

Preocupación por las consecuencias de sorprender a los mercados

que, un banco central no debe abstenerse de adoptar la política que considere oportuna simplemente porque no es la esperada por los mercados financieros, pero este hecho puede ser importante para la elección de la táctica. Por una parte, a veces puede resultar conveniente que los bancos centrales adopten medidas firmes para dejar bien claras sus intenciones y no dar la impresión de ser un rehén sujeto a las opiniones de los mercados. Por otra, el temor antes mencionado de desestabilizar a éstos implica que podría ser deseable que los bancos centrales sólo introdujeran gradualmente los cambios deseados en los tipos de interés.

Una cuestión estrechamente relacionada con ésta es la conveniencia de que los bancos centrales suavicen por normal el impacto de las modificaciones de los tipos de interés. Un banco central suaviza este impacto si en respuesta a los nuevos datos recibidos, escalona las modificaciones de tipo de interés a lo largo del tiempo. Por lo tanto, en este caso sería de esperar una serie de pequeñas modificaciones en el mismo sentido en lugar de una única variación de gran magnitud. Existen, en realidad, pruebas circunstanciales de que los bancos centrales utilizan de hecho esta práctica (cuadro IV.1). Sin embargo, el comportamiento observado podría deberse a cambios graduales de opinión del banco central sobre el estado de la economía más que a un cambio deliberadamente gradual del propio instrumento de política monetaria.

Un argumento a favor de escalonar las modificaciones de los tipos de interés a lo largo del tiempo es que los cambios de política producen mayores efectos en las variables financieras y en la demanda agregada si se espera que continúen en la misma dirección. El hecho de suavizar el impacto de sus

Evidencia de tácticas gradualistas con los tipos de interés

Argumentos a favor ...

Periodicidad de las reuniones y modificaciones de los tipos de interés				
	Periodicidad de las reuniones del comité de política ¹	Magnitud media de las modificaciones del tipo oficial ² ocurridas entre dos cambios de orientación	Número medio de modificaciones del tipo oficial ocurridas entre cambios de orientación	Número medio de semanas entre cambios de orientación del tipo oficial
Australia	mensualmente	3,5	5,6	111
Canadá	8 veces al año	2,1	6,7	52
Estados Unidos	8 veces al año	2,0	6,0	84
Japón ³	quincenalmente	.	.	.
Reino Unido	mensualmente	2,0	4,8	65
Suecia	mensualmente	1,6	8,5	60
Zona del euro	quincenalmente	1,5	3,0	39
<i>Alemania</i>	<i>quincenalmente</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>

Nota: Australia: tipo al contado (1990–2001); Canadá: límite superior de la banda de control (1994–2001); Estados Unidos: tipo objetivo de los fondos federales (1990–2001); Japón: dinero a la vista a un día (sin garantía, 1990–2001); Reino Unido: tipo de recompra (1990–2001); Suecia: tipo de recompra (1994–2001); zona del euro: tipo de las facilidades permanentes (1999–2001); Alemania, tipo de recompra (1990–98).

¹ Práctica actual. ² En puntos porcentuales. ³ Durante el periodo comprendido entre marzo de 1991 y agosto del 2000 no hubo cambios de orientación de la política.

Cuadro IV.1

decisiones puede aumentar, pues, la eficacia de la política monetaria, permitiendo al banco central producir el efecto deseado en la demanda y reducir, al mismo tiempo, la volatilidad de los tipos de interés. El segundo argumento a favor es que resulta más fácil para los operadores averiguar cómo responden los bancos centrales a las noticias recibidas. Cuando se introducen cambios de dirección inesperados y de gran magnitud en los tipos de interés, resulta difícil para los observadores saber qué información influye más en la orientación general de la política. El tercer argumento, relacionado además con el anterior a favor de la suavización, es que ésta puede evitar a su vez una pérdida de credibilidad del banco central si los mercados interpretan que sus frecuentes cambios de dirección revela una falta de confianza de las autoridades o de coherencia en la elaboración de su política. Sin embargo, también hay un argumento en contra de la suavización de los tipos de interés. Si los bancos centrales exageran en sus cálculos la necesidad de fijar gradualmente la política monetaria, es posible que tarden en introducir cambios justificados, lo cual puede acentuar, a su vez, las fluctuaciones de la inflación o de la producción.

... y en contra de cambios graduales

El crecimiento de los mercados financieros también significa que su situación puede tener más influencia en la elección del momento para cambiar la política monetaria. Por ejemplo, cuando la liquidez del mercado resulta limitada (por ejemplo, a fines de año o en los casos especiales, como el paso al año 2000), es posible que los bancos centrales se abstengan de modificar los tipos de interés para evitar una brusca reacción del mercado. Otro ejemplo son los episodios de convulsiones del mercado. En esos casos, los bancos centrales deben valorar la importancia de la perturbación, sobre todo en relación con las posibles consecuencias para la economía real. Si los bancos centrales deciden tomar medidas, la intervención puede ir desde suministrar liquidez de forma selectiva hasta bajar los tipos de interés, como hizo la Reserva Federal tras la caída del mercado bursátil en 1987 y durante el episodio de mayor inestabilidad de los mercados después de la moratoria de la deuda rusa de 1998. Por muy bienvenidas que sean, esas medidas traen consigo el riesgo de ser interpretadas erróneamente como una indicación de que las autoridades monetarias responden al nivel de precios de los activos, que también tienden a bajar en periodos de tensiones.

La situación del mercado y la elección del momento para cambiar de política