

## IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

### Aspectos más destacados

Al permanecer controladas las presiones inflacionarias durante el periodo analizado, los tipos de interés oficiales de las principales economías se mantuvieron estables en niveles muy bajos, con el fin de contribuir a afianzar la recuperación de la economía. En la primera parte del periodo, la Reserva Federal atajó sus temores sobre la posibilidad de que se produjera una deflación no deseada. Asimismo, mantuvo los tipos de interés a corto plazo en sus niveles más bajos de los últimos 46 años e informó a los mercados sobre su intención de no modificarlos durante un periodo de tiempo considerable. Conforme la recuperación estadounidense parecía tomar fuerza, la atención de los mercados se fue centrando más en la estrategia de la Reserva Federal para ajustar su política a un entorno más neutral. La política de la zona del euro también se mostró acomodaticia, aunque el BCE tuvo que compaginar el apoyo a una frágil recuperación con su preocupación por la inflación, que se aproximó al límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el banco central. La considerable apreciación del euro y las disparidades regionales en cuanto a los resultados económicos complicaron aún más la elaboración de las políticas. El Banco de Japón mantuvo su política de tipo de interés cero y de relajación cuantitativa. Al haberse moderado las presiones deflacionarias en Japón, será necesario avanzar en el restablecimiento de un entorno monetario más normal, un proceso que podría plantear insólitos desafíos.

Por el contrario, las preocupaciones en materia de política monetaria fueron más dispares en los países industrializados de menor tamaño. Algunos bancos centrales recortaron los tipos de interés oficiales para fomentar el crecimiento, mientras que otros los subieron en respuesta a presiones del lado de la demanda interna y, en determinados casos, a causa de los riesgos relacionados con la acumulación de desequilibrios financieros.

Al final de este capítulo se analizan dos cuestiones sobre política monetaria que suscitaron creciente importancia durante el periodo analizado en el presente Informe. Un asunto esencial es la posibilidad de que la actual política monetaria tan acomodaticia en los principales bancos centrales pueda generar vulnerabilidades a largo plazo, a pesar del efecto tan positivo que ha tenido sin duda alguna en la recuperación de la economía mundial. La otra cuestión importante ha sido la comunicación de los bancos centrales con el público. En el último apartado se analizan los avances realizados para mejorar las estrategias de comunicación y se destacan los problemas que deberán abordarse en el futuro.

## Repaso a los acontecimientos

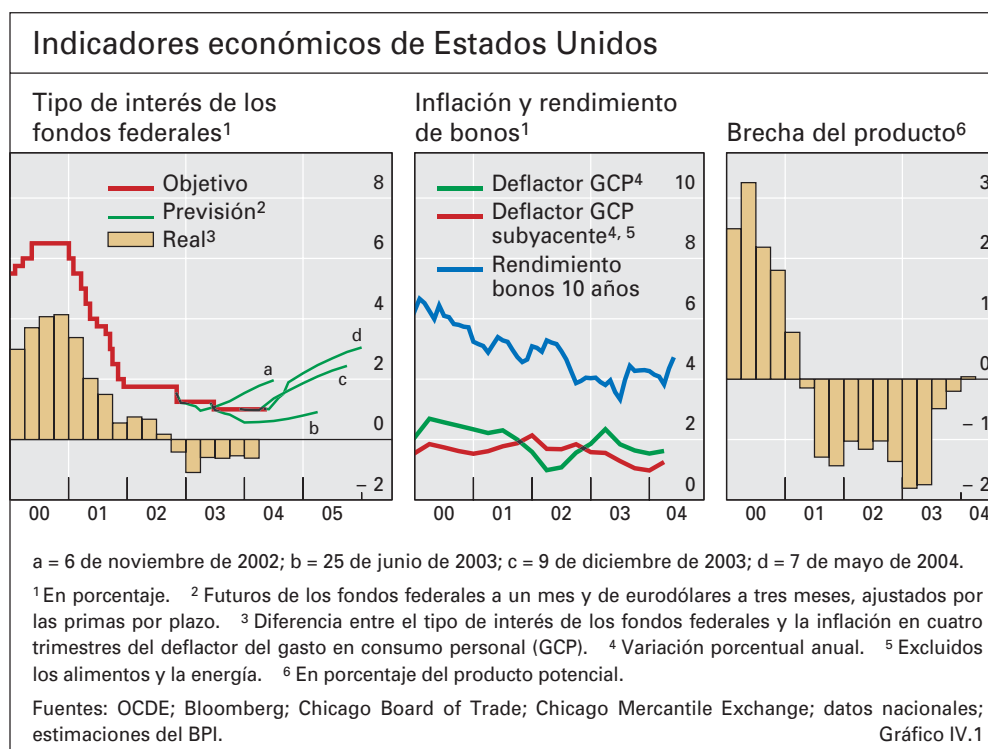
### Estados Unidos

La Reserva Federal mantuvo su política monetaria extremadamente acomodaticia durante el pasado año, a lo largo del cual el tipo de interés de los fondos federales se mantuvo estable al 1%. El contexto económico se caracterizó por una fuerte holgura de la capacidad productiva (aunque en rápido retroceso) y por una inflación reducida. La Reserva Federal dejó bien clara su intención de mantener bajo el tipo de interés de los fondos federales durante un periodo de tiempo considerable, por lo que el tipo de interés real de los fondos federales (ex post) continuó siendo negativo (véase el Gráfico IV.1). Al estar situado muy por debajo de su nivel neutral a largo plazo —una brecha ampliada aún más por las tendencias recientes de la productividad— la Reserva Federal indicó que en algún momento el tipo de interés oficial tendría que desplazarse hacia posiciones más neutras. Un continuo interrogante para la Reserva Federal durante el periodo analizado fue si este reducido nivel seguía siendo el adecuado a tenor de la coyuntura económica o si, por el contrario, debería comenzar un endurecimiento de la política monetaria.

La política monetaria estadounidense fue extremadamente acomodaticia

Un acontecimiento de especial importancia que afectó a las deliberaciones de las autoridades monetarias durante la primera parte del periodo analizado fue el riesgo de que se produjera una caída no deseada de la inflación hasta llegar a producirse deflación. Esta percepción del riesgo de deflación reflejaba fundamentalmente la combinación de una escasa inflación real con las consecuencias que perduran del brusco ajuste de los desequilibrios financieros y de la economía real acumulados en la pasada década. Sin embargo, también era el reflejo de una evolución favorable por el

Al principio del periodo hubo riesgos de deflación



lado de la oferta, ya que los fuertes avances de la productividad evitaron que aminorase el ritmo de reducción de la holgura de la economía. La Reserva Federal dejó clara su intención de combatir esta posible deflación utilizando de forma agresiva la política monetaria. Al mismo tiempo, a través de las actas de las reuniones del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC), los discursos de altos cargos de la Reserva Federal y la publicación de estudios, la autoridad monetaria aseguró al público que disponía de un buen número de medidas para atajar ese riesgo, incluso si los tipos de interés nominales llegaran a situarse en el cero por ciento.

Esta estrategia de mantener bajo el tipo de interés oficial a corto plazo y utilizar al mismo tiempo una estrategia de comunicación complementaria también resultó eficaz para anclar las expectativas de inflación por encima de la zona de deflación, manteniendo bajo control los tipos de interés a largo plazo. De esta forma, se fomentó un entorno económico favorable para el crecimiento de la demanda agregada. No obstante, el FOMC reconoció la existencia de un riesgo de crecimiento no equilibrado de los sectores sensibles a los tipos de interés, así como de una evolución desfavorable de los precios de los activos si se mantenía durante demasiado tiempo el entorno de tipos de interés bajos. Durante el periodo analizado, estos riesgos se consideraron aceptables.

La estrategia de comunicación de la Reserva Federal, que en general logró evitar los riesgos de una posible deflación, no estuvo exenta de dificultades. Así, a principios de 2003 los agentes económicos interpretaron las declaraciones de altos cargos de la Reserva Federal como indicadores de posibles nuevos recortes del tipo de interés oficial, lo que provocó un descenso de los rendimientos de los bonos a largo plazo a finales de la primavera. En este entorno, la rebaja de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial realizada en junio de 2003 decepcionó a los mercados y contribuyó a una acusada corrección al alza de la curva de tipos de interés. Este episodio sirvió para concienciar a todos, tanto dentro como fuera de la Reserva Federal, de que el banco central necesitaba encontrar una fórmula para transmitir sus intenciones en materia de política monetaria todavía con mayor claridad.

Naturalmente, cuando la recuperación cobró impulso, el riesgo de deflación disminuyó. En un entorno así, la atención se desplazó hacia el riesgo de un aumento de la inflación a corto plazo a raíz de la depreciación del dólar, la acusada subida de los precios de las materias primas y el dinamismo de los precios inmobiliarios. Esta evolución hizo que el mercado centrara su atención en el momento y la rapidez con la que subirían los tipos de interés oficiales. Así, la Reserva Federal fue objeto de un intenso escrutinio en cuanto a la redacción exacta de sus comunicados de prensa, en los que el público buscaba, probablemente de forma injustificada, indicios sobre cuánto tiempo se mantendrían estables los tipos de interés oficiales. La frase que explicaba la política de mantener el precio del dinero sin cambios “durante un periodo de tiempo considerable” fue objeto de una gran atención. En enero de 2004, cuando la Reserva Federal pasó a afirmar que “podría ser paciente antes de abandonar su política acomodaticia”, los rendimientos de los bonos del Tesoro subieron en un primer momento y se produjo un descenso en los precios de

Las declaraciones sobre política monetaria reforzaron las expectativas de tipos de interés bajos

Cuando la recuperación tomó fuerza, la atención se centró en devolver la neutralidad a la política monetaria

las acciones. Finalmente, los mercados acabaron por conceder menos importancia a este matiz, considerándolo más una modificación en su formulación que un giro en la orientación de la política. En mayo, el FOMC estimó que podía abandonar su política acomodaticia a un ritmo “mesurado”, lo que alentó las perspectivas de que se produjeran a corto plazo incrementos de los tipos de interés.

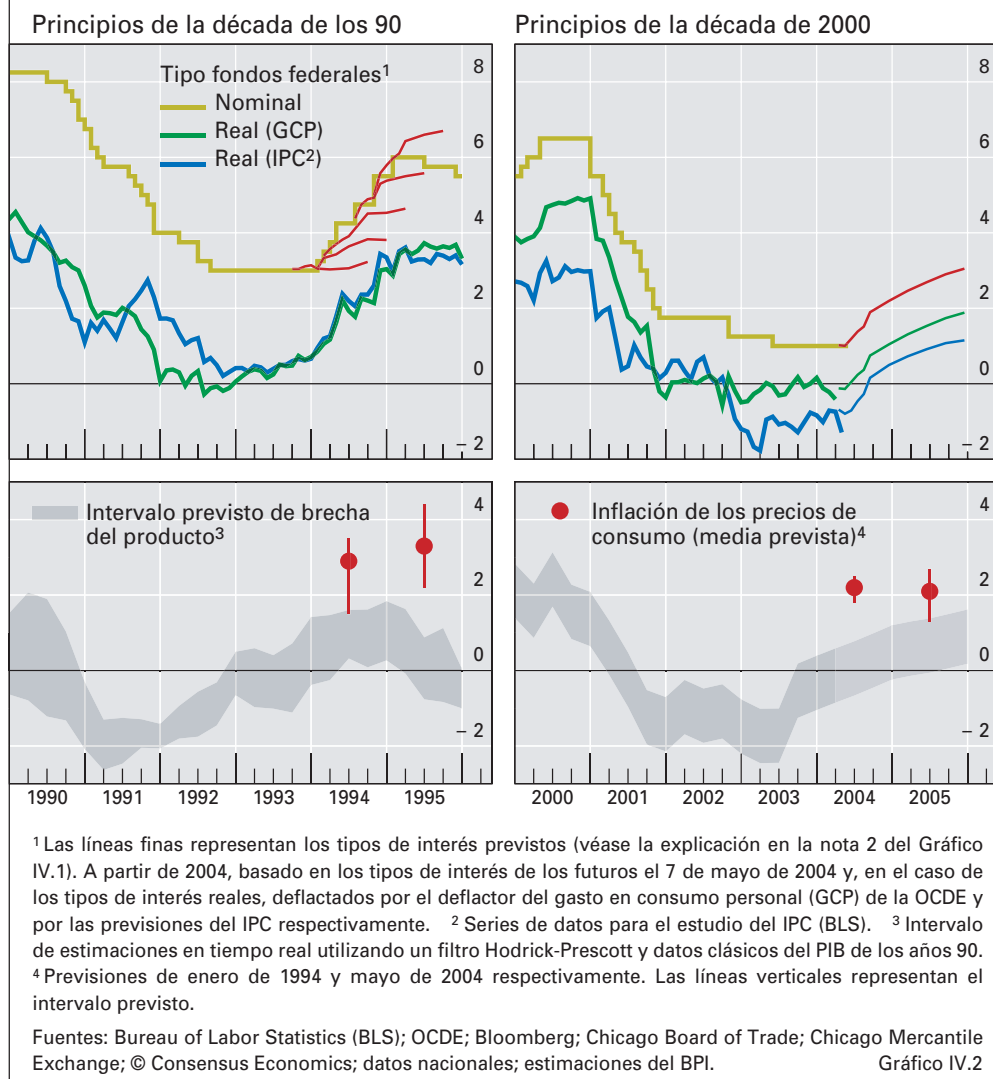
La Reserva Federal se interesó especialmente en encontrar la mejor manera de mantener el equilibrio más adecuado entre las expectativas del sector privado acerca de futuros cambios de los tipos de interés oficiales. Teniendo en cuenta la elevada deuda de las familias y de las empresas, los grandes déficit por cuenta corriente acumulados y la rápida formación de desequilibrios fiscales, cualquier subida rápida de los tipos de interés a largo plazo aumentaba el riesgo de volatilidad en los mercados financieros y de sobre-reacción, lo cual complicaría la transición y podría poner en peligro la recuperación de distintas maneras. Por una parte, la Reserva Federal tenía que evitar que el sector privado anticipara una subida de los tipos de interés a largo plazo antes de la cuenta. Por otra parte, debía impedir que los mercados subestimaran la curva de tipos de interés y dieran lugar así a presiones inflacionistas, ya que esto podría hacer necesario posteriormente un endurecimiento acusado de la política monetaria con posibles efectos desestabilizadores. Estas condiciones obligaron a la Reserva Federal a preparar a los mercados para las futuras modificaciones de los tipos de interés oficiales, con el fin de evitar que los tipos de interés a largo plazo subieran demasiado pronto o demasiado tarde.

Para ubicar en su contexto estos riesgos monetarios, resulta instructivo comparar la situación actual con la vivida a finales de 1993 (véase el Gráfico IV.2). En 1993, al igual que en la actualidad, la Reserva Federal había mantenido una estrategia de tipos de interés bajos durante un tiempo considerable y el tipo de interés oficial real se aproximaba a su nivel cero. Una de las razones por las que los tipos de interés se situaban en niveles tan bajos era la existencia de factores financieros que impedían que se produjera una recuperación rápida y segura. Sin embargo, hacia finales de 1993, la recuperación ya estaba en marcha, la debilidad económica parecía estar desapareciendo y las previsiones de inflación mostraban una trayectoria alcista. A principios de 1994, la Reserva Federal subió los tipos de interés en siete ocasiones en un plazo de 12 meses, con incrementos de entre 25 y 75 puntos básicos, finalizando el proceso con una subida acumulada de 3 puntos porcentuales. En un primer momento, las expectativas sobre futuras subidas de tipos de interés no siguieron el ritmo de la política real de la Reserva Federal. Sin embargo, hacia el final del ciclo monetario, el mercado preveía nuevos incrementos de tipos de interés superiores al objetivo que finalmente fijó la Reserva Federal para los tipos de interés oficiales. Para atajar estas expectativas, el FOMC ajustó su lenguaje sesgado y recortó posteriormente los tipos de interés. Por supuesto, entre el periodo anterior y el actual existen diferencias. Por una parte, en el ciclo monetario actual, el tipo de interés real se ha situado en niveles más bajos, lo que hace más necesario un ajuste en comparación con el

Paralelismos con el punto de inflexión del ciclo monetario en los 90

## Estrategias de salida en Estados Unidos

En porcentaje

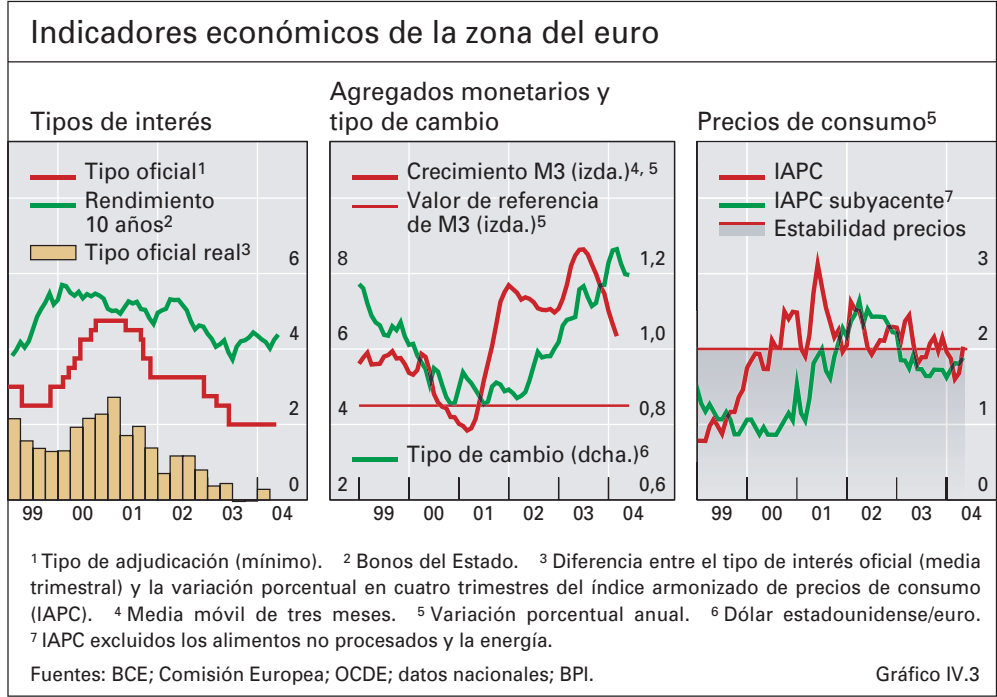


ciclo anterior. Por otra parte, las expectativas de inflación parecen mejor ancladas y la Reserva Federal se ha mostrado mucho más transparente a la hora de explicar sus decisiones reales y sus intenciones en materia de política monetaria.

### Zona del euro

Durante el periodo analizado, la política monetaria también permaneció expansiva en la zona del euro, tal y como indican los reducidos tipos de interés reales y el fuerte crecimiento de los agregados monetarios amplios (véase el Gráfico IV.3). Al igual que en Estados Unidos, los tipos de interés nominales a corto plazo en los países de la zona del euro se aproximaron a los mínimos históricos del periodo posterior a la II Guerra Mundial, contribuyendo a que los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y los tipos de interés de los *swap* a plazo fueran bajos.

La política monetaria de la zona del euro permaneció expansiva ...



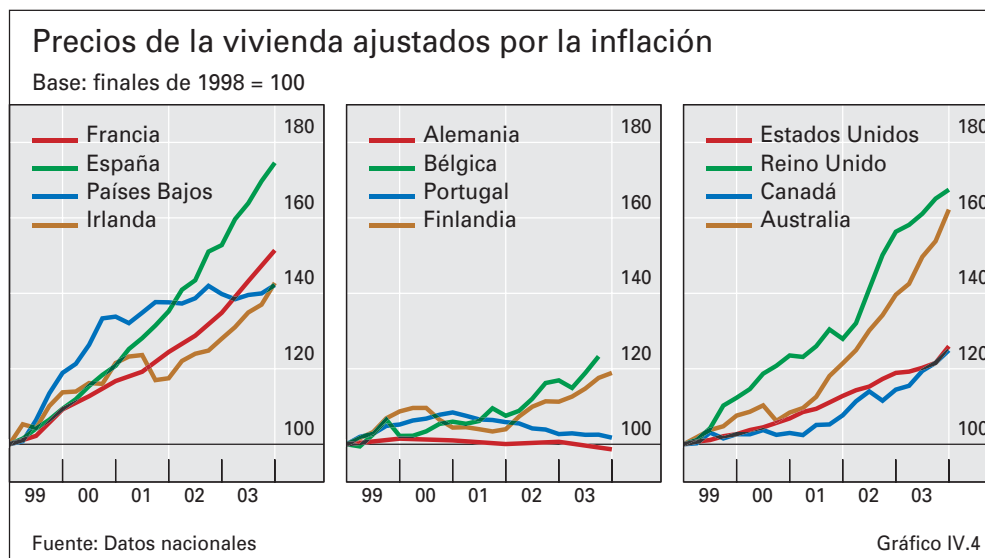
Tras reducir su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos en junio de 2003, el BCE lo mantuvo constante al 2% durante el resto del periodo. El principal factor que explica esta política expansiva es la fragilidad de la recuperación, ya que el crecimiento seguía muy por debajo de la media en las mayores economías de la zona del euro. Una circunstancia que impidió que el BCE recortara aún más su tipo de interés oficial fue que la inflación continuaba próxima al 2%, el límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE. Las subidas de impuestos y el aumento de unos costes laborales unitarios ya de por sí relativamente elevados, reflejo de la inercia en el crecimiento de las retribuciones y de los débiles aumentos de la productividad, fueron dos factores esenciales que evitaron que la inflación cayera hasta donde podría haberse esperado dada la debilidad del mercado laboral. Además, había escasas muestras de que la acusada apreciación del euro estuviera presionando mucho a la baja la inflación.

Los dilemas a los que se enfrentaron las autoridades monetarias de la zona del euro durante el periodo pueden enmarcarse en el contexto de la apreciación del euro, especialmente frente al dólar. Por una parte, en un entorno marcado por el estancamiento de la recuperación y por un elevado desempleo, el BCE se vio presionado para rebajar los tipos de interés dada la probable pérdida de competitividad ante la mayor fortaleza de la moneda única. Tampoco ayudó que muchos consideraran la política de Estados Unidos más activa a la hora de apoyar el crecimiento. Los tipos de interés oficiales de la zona euro duplicaban a los de Estados Unidos, lo que fue considerado como una de las causas de la fortaleza del euro frente al dólar. Por otra parte, el BCE tuvo que enfrentarse al hecho de que ambos indicadores de su estrategia basada en dos pilares dificultaban la rebaja del tipo de interés oficial. Como ya se ha

... a medida que la recuperación perdía impulso ...

... y la inflación permanecía próxima al límite superior del intervalo fijado

La apreciación del euro pone de manifiesto los dilemas de la política monetaria



indicado, tanto la inflación general como la subyacente seguían próximas al límite superior del intervalo de estabilidad de precios fijado por el BCE y el crecimiento de M3 continuaba muy superior al valor de referencia del 4,5%. En lo que respecta al euro, el BCE consideraba en líneas generales que su apreciación formaba parte del proceso de ajuste que devolvería el valor de la moneda a su intervalo histórico normal; el fortalecimiento del euro no se consideraba, pues, un riesgo que justificara una mayor relajación de la política monetaria.

El BCE también debió hacer frente al persistente problema de las grandes disparidades regionales. Una de ellas radica en los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro, especialmente desde que Alemania estuvo a punto de entrar en deflación. Otra preocupación tuvo que ver con la sostenibilidad de los incrementos de la deuda de las familias y la aceleración de los precios de la vivienda, aunque sólo en algunas economías de la zona del euro (véase el Gráfico IV.4). En respuesta a estos desafíos, el BCE siguió sosteniendo que modificar el tipo de interés oficial para la zona del euro en su conjunto no sería una medida eficaz para solucionar los desequilibrios regionales: subir los tipos de interés para frenar la inflación o el excesivo aumento de los precios inmobiliarios en una región podría ahogar la recuperación en otra.

Esta conclusión no implica que la política monetaria del BCE no tenga en cuenta la evolución potencial de los desequilibrios financieros. De hecho, tal y como se analizó en el Capítulo IV del *73º Informe Anual*, una causa plausible de la evidente diferencia en cuanto al grado de iniciativa mostrado por la política del BCE con respecto a la Reserva Federal ha sido que el primero se apoya en su estrategia de dos pilares. El crecimiento excesivo de los agregados monetarios y crediticios se ha entendido como un indicio de presiones inflacionistas potenciales o de una acumulación subyacente de desequilibrios financieros y de otro tipo, aun cuando la inflación general haya permanecido relativamente controlada. El hecho de que el crecimiento de M3 haya estado muy por encima del valor de referencia desde finales

Las disparidades regionales se mantuvieron

Las medidas cuantitativas de la política monetaria continúan siendo motivo de preocupación

de 2001 alerta de tal riesgo, lo que podría haber impedido que la política económica se haya mostrado aún más activa.

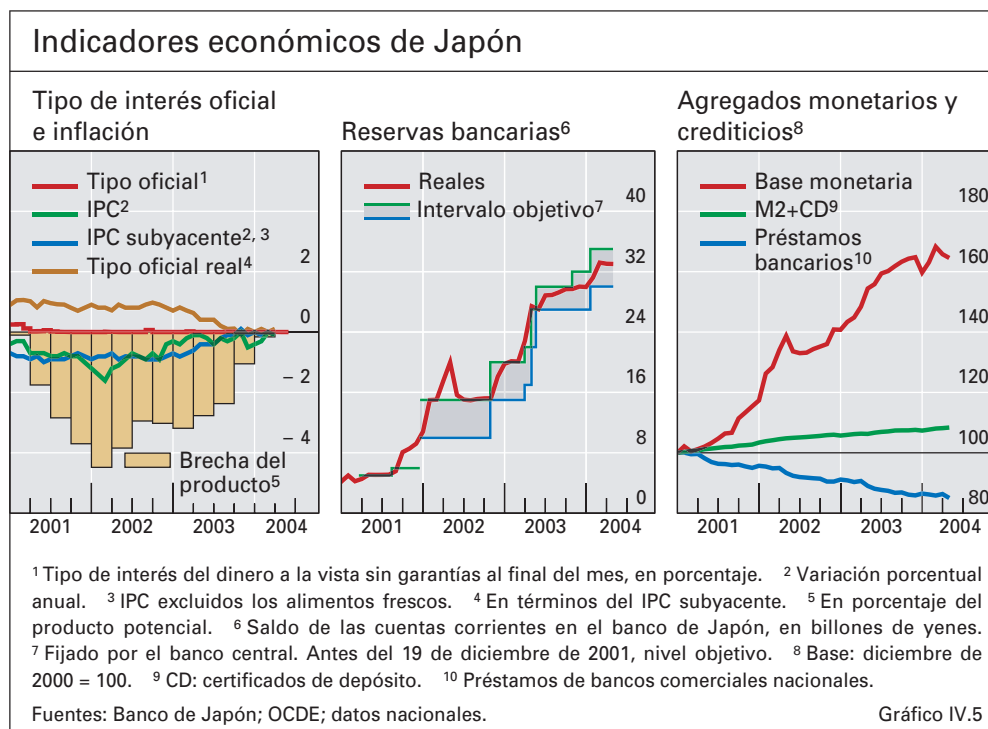
### Japón

El Banco de Japón siguió utilizando prácticas monetarias no convencionales para alcanzar los objetivos de su política, a saber, superar la deflación y fomentar la recuperación económica. Con el tipo de interés a un día prácticamente anclado en cero, los tipos de interés de mercado, tanto a corto como a largo plazo, permanecieron próximos a sus mínimos históricos. Dado que los tipos de interés nominales a corto plazo estaban a su nivel cero, el Banco de Japón no pudo reducir directamente los tipos de interés reales ex post, que estuvieron determinados por la tasa de deflación real. Sin embargo, al haberse relajado ligeramente las presiones deflacionistas, los tipos de interés reales se acercaron moderadamente a su nivel cero durante el periodo analizado (véase el Gráfico IV.5).

El Banco de Japón aplicó a este entorno caracterizado por unos tipos de interés bajos una política de relajación cuantitativa, ajustando al alza en dos ocasiones su intervalo objetivo para el nivel de los saldos de las cuentas corrientes mantenidas en el banco central. El Banco elevó el límite superior del intervalo objetivo hasta los 32 billones de yenes en octubre de 2003, ampliando así el intervalo para proporcionar un mayor margen de maniobra operativo. En enero de 2004, el objetivo volvió a ampliarse, pasando de aproximadamente 27–32 billones de yenes a un intervalo cercano a los 30–35 billones de yenes. En octubre, el Banco de Japón aprovechó también para explicar más claramente su estrategia, destinada a abandonar la relajación cuantitativa. Así, afirmó que la suavización monetaria continuaría hasta que el IPC subyacente interanual registrara un ascenso estable durante

El Banco de Japón mantuvo sus políticas no convencionales ...

... y adoptó una orientación monetaria muy acomodaticia





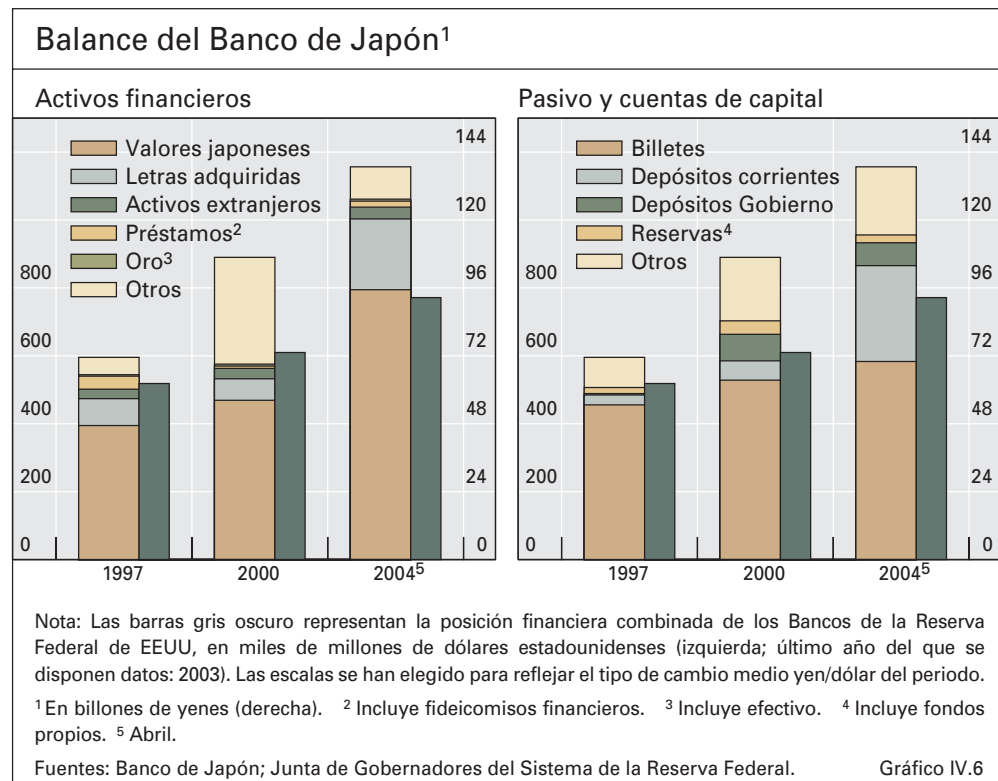
varios meses y hasta que las previsiones indicaran que iba a seguir subiendo. Esta aclaración pretendía acabar con las especulaciones acerca de un final prematuro de la relajación cuantitativa, a las que se culpaba de haber contribuido a la volatilidad de los tipos de interés a largo plazo.

El mecanismo de transmisión monetaria seguía deteriorado ...

Al igual que en años anteriores, el fuerte crecimiento de la base monetaria no se tradujo en un crecimiento significativamente más rápido de los agregados amplios. El agregado monetario M2 sólo se amplió moderadamente y el nivel de crédito concedido volvió a caer. El continuo deterioro del mecanismo de transmisión monetaria reflejaba la persistencia de los efectos del deterioro sufrido en el pasado por el sistema financiero. De hecho, el Banco de Japón desplegó nuevos esfuerzos para reforzar el mecanismo de transmisión de las relajaciones monetarias mediante la compra de acciones en poder de bancos comerciales y la estimulación de mercados alternativos de intermediación financiera. Con este fin, el Banco incrementó sus participaciones en fideicomisos financieros (es decir, acciones compradas a instituciones financieras) y bonos de titulización de activos (ABS por sus siglas en inglés). En mayo de 2004, sus fideicomisos financieros en circulación ascendían a 2 billones de yenes y los bonos de titulización a 150 mil millones de yenes.

... aunque se atisbaron algunas señales positivas

Cuando empezaron a atisbarse los primeros indicios de relajación de la deflación, comenzó a confiarse en el retorno a unas condiciones monetarias más normales. En el caso de que se materializaran unas subidas reales del nivel de precios, estas esperanzas aumentarían aún más. Sin embargo, para poder regresar plenamente a la normalidad, será preciso que la salud del sistema financiero japonés siga mejorando. Actualmente, diversos impedimentos de orden estructural siguen complicando de forma



significativa el correcto funcionamiento del sistema financiero (véase el Capítulo VII).

Un obstáculo en el camino hacia un entorno monetario más normal es el abultado balance del Banco de Japón, cuyo volumen prácticamente se duplicó entre 1997 y abril de 2004, pasando de unos 72 billones de yenes (equivalente a un 18% del PIB) a unos 140 billones de yenes (un 25% del PIB). Esto se debió en gran medida a la política de relajación cuantitativa, que incluía compras importantes de activos nacionales y extranjeros (véase el Gráfico IV.6). Como parte del restablecimiento de condiciones económicas más normales y según las circunstancias, el banco central podría tener que vender parte de su cartera de valores de renta fija a largo plazo, lo cual podría, a su vez, empeorar sus niveles de capital y posiblemente haría incluso necesaria una recapitalización.

Persiste la preocupación sobre el balance del Banco de Japón

#### *Países con objetivos de inflación explícitos*

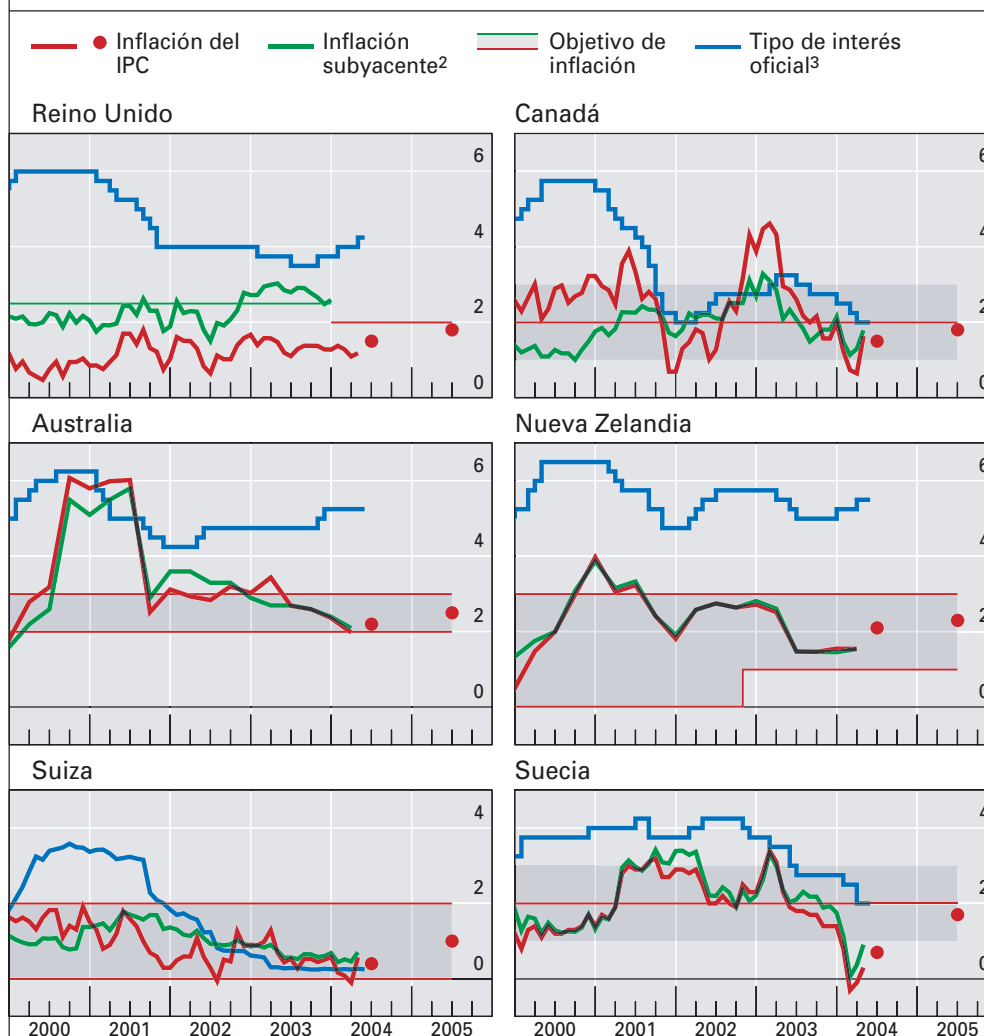
Los bancos centrales de países que cuentan con un objetivo de inflación explícito siguieron políticas muy diversas durante el periodo analizado. Algunos bancos centrales endurecieron su política, mientras que otros la relajaron. La falta de sincronía entre el ciclo monetario de estos países y el de los mayores países industrializados marcó la diferencia con respecto a años anteriores. Conforme se iniciaba la desaceleración mundial en 2001, la mayor parte de los bancos centrales rebajaron sus tipos de interés oficiales. Sin embargo, durante el pasado año, el Banco de Canadá y el Sveriges Riksbank relajaron todavía más sus políticas, mientras que el Banco Nacional Suizo mantuvo sus tipos a unos niveles ya de por sí bajos. Por el contrario, el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda subieron sus tipos de interés oficiales (véase el Gráfico IV.7).

Políticas dispares en los países con objetivos de inflación explícitos

En Canadá, Suecia y Suiza, la inflación se situó al nivel fijado como objetivo o por debajo del mismo, el crecimiento de la demanda interna siguió por debajo de su potencial y las brechas del producto fueron negativas. En este entorno, los bancos centrales de estos tres países siguieron fomentando condiciones de estimulación monetaria. La caída de la inflación resultó especialmente significativa e inesperada en Suecia, llegando incluso a provocar caídas del nivel de precios a principios de 2004. El Riksbank reaccionó bajando los tipos de interés en cinco ocasiones desde marzo de 2003, por un total de 175 puntos básicos, lo que dejó los tipos de interés reales a corto plazo próximos al 2% en marzo de 2004. En Canadá y Suiza, el tipo de cambio resultó clave para la política monetaria. La apreciación del dólar canadiense (véase el Gráfico IV.8), sobre todo frente al dólar estadounidense (la moneda de su principal socio comercial), puso en peligro la recuperación dados sus vínculos comerciales con Estados Unidos e incrementó el riesgo de que la inflación se quedase por debajo de su objetivo. No se consideró que este riesgo hubiera quedado totalmente contrarrestado por la subida simultánea de los precios de los productos básicos, por lo que el Banco de Canadá bajó su tipo de interés oficial en cinco ocasiones durante el periodo analizado. El Banco Nacional de Suiza,

Canadá, Suecia y Suiza siguieron unas políticas monetarias expansivas ...

## Inflación y tipos de interés oficiales en países con objetivos de inflación explícitos<sup>1</sup>

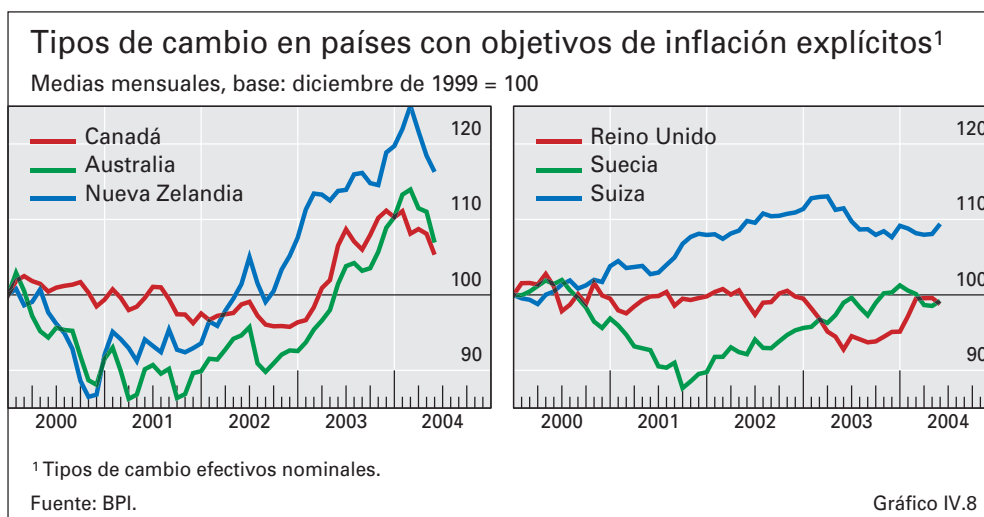


<sup>1</sup> Tasas de inflación calculadas como variación porcentual anual. Los países que fijan un objetivo para la inflación del IPC son Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Suecia y, a partir del 10 de diciembre de 2003, Reino Unido (que anteriormente lo hacía para la inflación subyacente); Suiza no se fija un objetivo de inflación, sino que utiliza una estrategia de previsión de la inflación basada en una amplia gama de indicadores. Los puntos representan las previsiones del mercado a partir de sondeos realizados en mayo de 2004. <sup>2</sup> Australia: IPC excluidos los artículos volátiles (fruta, verdura y combustible para automóviles); Canadá: IPC excluidos ocho componentes volátiles y el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos sobre el resto de los componentes; Nueva Zelanda: IPC excluidos los servicios crediticios; Suecia: IPC excluido el coste 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); Reino Unido: índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios. <sup>3</sup> Australia y Nueva Zelanda: tipo de interés al contado; Canadá: punto medio de la banda de control para financiación a un día; Suecia y Reino Unido: tipo de interés de las operaciones con pacto de recompra; Suiza: Libor a tres meses.

Fuentes: © Consensus Economics; datos nacionales.

Gráfico IV.7

que también se enfrentaba a la apreciación de su moneda, recortó su tipo de interés oficial durante el primer semestre de 2003 e intervino directamente en los mercados de divisas. Ante la ausencia de síntomas de afianzamiento de la recuperación y con la inflación cercana a cero, se mantuvo una política monetaria relajada durante el resto del periodo analizado.



Por el contrario, ante el temor a que el rápido crecimiento de la demanda interna (y del producto) agravara las presiones inflacionistas, los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda subieron sus tipos de interés oficiales, a pesar de la apreciación simultánea de sus tipos de cambio. Hacia finales de 2003, la brecha del producto volvía a ser positiva en Australia y permanecía amplia y positiva en Nueva Zelanda por tercer año consecutivo. De forma similar, el Banco de Inglaterra endureció su política como consecuencia de un crecimiento de la demanda interna superior a la media, así como por las preocupaciones existentes sobre un posible aumento de los desequilibrios financieros, especialmente la persistente aceleración de los precios de la vivienda y de la deuda de las familias. Es preciso indicar que no está en absoluto claro el efecto que los consiguientes cambios en los balances de las familias tendrán sobre el gasto y la inflación de los precios de consumo generales, tanto a corto como a largo plazo. Sin embargo, dada la naturaleza variable de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios en el Reino Unido, cabría esperar un empeoramiento de los problemas potenciales asociados a la acumulación de deuda por parte de las familias si los tipos de interés registrasen un fuerte incremento o la vivienda se abaratase.

... mientras que Australia, Nueva Zelanda y el Reino Unido subieron sus tipos de interés

Las experiencias de estos países durante el periodo analizado, es decir, la combinación de la apreciación de sus monedas con una fuerte demanda interna, crecientes brechas del producto e incrementos de los precios de otros activos y en especial de la vivienda, no hacen sino destacar los dilemas, potencialmente complicados, a los que en ocasiones se enfrentan las autoridades monetarias de economías abiertas más pequeñas. Si la demanda interna crece a un ritmo insostenible y los precios inmobiliarios muestran una fuerte tendencia alcista, los responsables de elaborar la política monetaria normalmente estarían dispuestos a subir los tipos de interés para luchar contra posibles presiones inflacionistas. Sin embargo, si la apreciación del tipo de cambio consigue mantener a raya las presiones inflacionarias, la necesidad de subir los tipos de interés podría resultar mucho menor. El problema estriba en que al mantener los tipos de interés en niveles

Los precios de los activos y los tipos de cambio: principales riesgos para las políticas

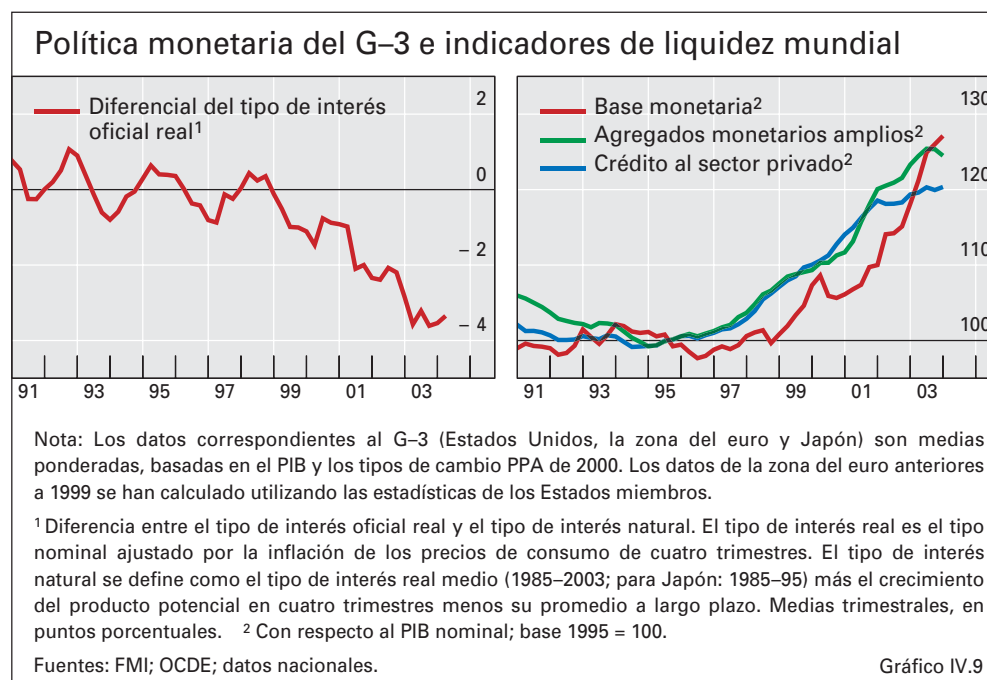
bajos en el corto plazo, la política monetaria podría agravar las presiones alcistas de los precios de los activos y los desequilibrios financieros a largo plazo.

### Liquidez internacional: el papel de la política monetaria en el G-3

Las políticas del G-3 podrían estar incrementando la liquidez internacional

Las políticas monetarias acomodaticias aplicadas por las mayores regiones económicas industrializadas (Estados Unidos, la zona del euro y Japón) pueden haber generado un exceso de liquidez en los mercados financieros internacionales. Ésta es una cuestión difícil de evaluar, debido en buena medida a lo complicado que resulta definir con precisión la liquidez en términos macroeconómicos, por no hablar de la liquidez “excesiva”. Lo cierto es que los tipos de interés nominales a corto plazo del G-3 se han reducido hasta alcanzar niveles tan bajos que el diferencial del tipo de interés oficial real (media ponderada) en el G-3, definido como la diferencia entre el tipo de interés oficial real y el tipo de interés real natural compatible con la estabilidad de precios a largo plazo, se ha ampliado significativamente durante los últimos años. Así ocurre sin duda si lo comparamos con lo sucedido en la década de los 90 (véase el Gráfico IV.9). Al mismo tiempo, los indicadores cuantitativos de la política monetaria, como los agregados monetarios amplios y estrechos y el crédito del sector privado, también han aumentado de forma acusada. Ante esto, cabe preguntarse en qué medida los bancos centrales deberían estar más preocupados por esa evolución.

La causa de esas preocupaciones se deriva de dos tipos de riesgos. En primer lugar, aun cuando la inflación se muestre estática a corto plazo, unos tipos oficiales muy bajos podrían acrecentar aún más el riesgo de que aumentara en el futuro. También podrían agravar los crecientes desequilibrios financieros, que a su vez podrían corregirse provocando cierto debilitamiento.



El rápido crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, la subida de los precios de los activos y la inusual reducción de los diferenciales de rendimiento recientemente pueden considerarse como posibles indicadores de estos riesgos en las propias economías del G-3. En segundo lugar, esta evolución podría tener repercusiones no deseables en otras regiones como consecuencia del especial papel que desempeñan las monedas del G-3 en tanto que divisas internacionales. La creación de una liquidez excesiva en el G-3 podría transmitirse a las economías no pertenecientes a ese grupo, incrementando los riesgos de que se produzcan aumentos de la inflación y una evolución insostenible de los precios de los activos en esos países. Una posible manifestación de este proceso viene dada por el aumento del flujo de capital privado hacia los países cuyos tipos de cambio se consideran favorables, ya que los inversionistas intentan aprovechar los diferenciales de tipos de interés comprando divisas más rentables (véase el Capítulo V). Este tipo de flujos de capital ha resultado especialmente significativo en el actual entorno de tipos de interés, ya que los reducidos tipos nominales en los países del G-3 han propiciado, en parte, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas comprando activos de otros países. Durante el periodo analizado, este comportamiento se ha podido apreciar en el fuerte incremento de los flujos de capital privado hacia las economías de mercado emergentes (véase el Cuadro III.2, en la página 47).

Los bajos tipos de interés estimulan la búsqueda de rentabilidad

A la hora de analizar las consecuencias de las políticas monetarias del G-3 para el resto del mundo, el régimen cambiario juega un papel fundamental. Con un tipo de cambio totalmente flexible, la política monetaria es, en principio, una cuestión puramente doméstica. Cualquier estímulo monetario excesivo tiende a quedar reflejado en ajustes del tipo de cambio nominal. Sin embargo, las circunstancias internacionales actuales se alejan considerablemente del concepto académico de regímenes cambiarios flexibles. De hecho, en algunos aspectos, las actuales configuraciones internacionales se asemejan a un sistema de cambio fijo. Muchas economías de mercado emergentes han optado por intervenir en los mercados para mantener sus tipos de cambio frente a las monedas del G-3 dentro de un intervalo relativamente estrecho. Las causas de la intervención de las autoridades en los mercados cambiarios podrían oscilar entre la preocupación por la volatilidad del tipo de cambio, el interés por mantener la competitividad en el exterior y el deseo de mitigar el efecto de las fluctuaciones de las divisas sobre otros objetivos de la política económica nacional como el mantenimiento de una inflación reducida y estable, un crecimiento equilibrado y la estabilidad financiera. Además, el hecho de que las economías no pertenecientes al G-3 hayan acumulado grandes reservas internacionales proporciona un mecanismo de retroalimentación a través del cual las políticas de los países emergentes pueden afectar al G-3. En la mayoría de los casos, esos países han utilizado los beneficios obtenidos para adquirir activos denominados en dólares, como por ejemplo bonos del Tesoro estadounidenses. Es posible que esto haya dado lugar a unos tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos más bajos de lo que podría haberse esperado de no haberse producido esa actividad compradora, aunque es difícil

Transmisión a través de los canales de tipos de cambio

encontrar pruebas sólidas que avalen esta hipótesis (véase el Capítulo VI). Por supuesto, los países no pertenecientes al G-3 no han sido los únicos en utilizar este tipo de política, ya que Japón también lo ha hecho.

Lecciones extraídas de experiencias pasadas

Las similitudes entre los actuales sistemas cambiarios internacionales y los regímenes cambiarios internacionales más formales que se utilizaron en el pasado, como el patrón oro o el sistema de Bretton Woods, sugiere que lo aprendido de estas experiencias puede resultar de utilidad en el presente. El patrón oro, por ejemplo, funcionó bien mientras las principales economías siguieron políticas monetarias y fiscales creíbles compatibles en su mayor parte con la constelación de tipos de cambio. Si aparecían desequilibrios, bien fluía el oro para equilibrar el sistema o bien los bancos centrales dominantes incrementaban su endeudamiento extranjero para amortiguar los ciclos económicos. Sin embargo, ambos sistemas llegaron a ser vulnerables a los realineamientos y acabaron por hundirse cuando los tipos de cambio dejaron de ser compatibles con las variables fundamentales macroeconómicas. En efecto, los correspondientes ajustes del factor trabajo y de los precios a escala nacional necesarios para mantener en marcha los sistemas existentes se consideraron demasiado costosos.

Consecuencias para la política monetaria

¿Cuáles son las principales consecuencias para la actual política monetaria? Si los bancos centrales del G-3 mantienen sus políticas monetarias expansivas y otros países se muestran reacios a aceptar ajustes al alza de sus tipos de cambio nominales, los bancos centrales de las economías no pertenecientes al G-3 tendrían un incentivo para utilizar políticas monetarias más expansivas que las que seguirían en otras circunstancias. Esto podría manifestarse probablemente de una de las dos formas posibles. Una sería que los bancos centrales rebajaran los tipos de interés oficiales. La otra posibilidad sería que llevaran a cabo intervenciones esterilizadas, como ya han hecho algunos de ellos. A pesar de que estas medidas podrían contribuir a frenar la apreciación de sus monedas si se llevan a cabo con éxito, podrían no evitar un incremento de la inflación o una excesiva fluctuación de los precios de los activos a medio plazo. El dilema al que se enfrentan las autoridades monetarias es si merece la pena correr estos riesgos a más largo plazo para poder disfrutar las ventajas de un crecimiento más fuerte a corto plazo.

Vulnerabilidades financieras

Además, en el caso de que un rápido incremento de la liquidez mundial provocara una acumulación de desequilibrios financieros en distintas partes del mundo, aumentaría la vulnerabilidad de muchas posiciones financieras ante una subida de los tipos de interés a corto plazo. De hecho, hay muestras de que la reciente concesión de préstamos a economías de mercado emergentes se ha llevado a cabo en ocasiones de una forma demasiado indiscriminada. Afortunadamente, comparado con episodios anteriores, estas economías generalmente han adoptado medidas para fortalecer sus estructuras financieras y su liquidez. Al mismo tiempo, los consiguientes ajustes no siempre resultan completamente suaves.

Pueden ser necesarios ajustes monetarios

Diversos ajustes podrían mitigar la acumulación excesiva de liquidez a escala internacional, en caso de juzgarse significativas las consecuencias de dicha acumulación. Si las economías no pertenecientes al G-3 fueran las que llevaran el peso del ajuste, tendrían que aceptar una apreciación de su moneda

o la imposición de controles al capital. Por el contrario, si fueran las economías del G-3 las encargadas de soportar la carga del ajuste, sería necesario aplicar políticas monetarias nacionales algo más restrictivas. Un enfoque más completo podría implicar que tanto las economías del G-3 como las que no pertenecen a este grupo se comprometieran simplemente a establecer un marco internacional creíble para una fijación más flexible de los tipos de cambio, tal y como se recomendó recientemente en una conferencia de Ministros de Hacienda y Gobernadores de bancos centrales de los países del G-7. En la práctica, sin embargo, es probable que para ello se precise también algún tipo de acuerdo sobre política macroeconómica. Los países asiáticos, por ejemplo, podrían mostrarse reticentes a aceptar una apreciación de sus monedas si creyeran que el déficit fiscal estadounidense y las reducidas tasas de ahorro en ese país están detrás de los muchos y preocupantes desequilibrios.

### La comunicación de la política monetaria

Durante el periodo analizado, quedó de manifiesto la importancia de una comunicación clara de las políticas monetarias. El consenso es general en cuanto a que una buena política de comunicación puede reforzar la independencia institucional de los bancos centrales así como mejorar la eficacia de la política monetaria. Esto ayuda a entender por qué durante la última década se ha producido una tendencia hacia una comunicación más clara por parte de los bancos centrales. Al mismo tiempo, también está claro que no existe una única solución a la hora de diseñar buenas estrategias de comunicación, pues los diferentes bancos centrales se enfrentan a distintas cortapisas a la hora de intentar matizar sus mensajes. Es probable que estas limitaciones sigan planteando retos a los bancos centrales cuando estudien futuros cambios para sus políticas de comunicación.

Una comunicación clara es esencial para la política monetaria

#### *La importancia de una buena comunicación*

Una comunicación clara tiene una importancia vital en el marco de la política institucional de un banco central, ya que es un medio para que los bancos centrales sean transparentes, responsables y creíbles. Estas tres dimensiones están interrelacionadas y se refuerzan mutuamente si se dan las circunstancias apropiadas.

Una buena comunicación favorece ...

Una mayor transparencia de la política monetaria puede mejorar la responsabilización y la credibilidad del banco central, al tiempo que puede reducir la incertidumbre sobre sus objetivos, estrategias y decisiones. Por su parte, una comunicación clara es esencial para incrementar la transparencia. Sin embargo, es importante destacar que un aumento de la información no implica necesariamente una mayor transparencia; en ocasiones, la información adicional puede dar una falsa sensación de precisión o simplemente abrumar a sus receptores. Por ello, los responsables de la política monetaria han de determinar qué información puede reflejar mejor sus opiniones y cuál es la forma más adecuada de comunicarlas al público.

... la transparencia ...



... la asunción de responsabilidades ...

La transparencia y la asunción de responsabilidad están estrechamente relacionadas. Para responsabilizarse de sus actos, un banco central debe explicar claramente lo que hace y por qué lo hace. La importancia de la asunción de responsabilidad trasciende sin embargo los estrechos límites de la estabilización de la inflación y el producto. Dada la repercusión potencial, tanto positiva como negativa, de la política monetaria sobre el bienestar económico, los bancos centrales tienen la obligación de responder de sus actos ante los Gobiernos así como ante el público en general. Cuando un banco central da cuenta de sus actos, está fomentando la confianza y ofreciendo una contrapartida natural a la independencia operativa de la que goza. Además, los estudios realizados en el pasado confirman la existencia de una relación positiva entre la independencia operativa de los bancos centrales y la consecución de unos niveles de inflación y de producción que mejoran el bienestar.

... y la credibilidad

De forma similar, una mayor transparencia puede contribuir a incrementar la credibilidad. En última instancia, los bancos centrales consiguen credibilidad cuando fomentan condiciones que contribuyen a la obtención de los mejores resultados económicos. Sin embargo, es posible obtener credibilidad de una forma más rápida si se proporciona al público información suficiente para que pueda evaluar tanto la coherencia de los planes de la política monetaria y su ejecución como la relación entre las políticas y los objetivos del banco central.

Una comunicación clara mejora la eficacia de la política ...

Una comunicación clara puede también mejorar la eficacia de la política monetaria. La experiencia de las tres últimas décadas demuestra que, en materia de política monetaria, las expectativas del sector privado tienen una incidencia significativa en la transmisión de la política monetaria. Así por ejemplo, con unas expectativas bien asentadas, la economía puede reaccionar mejor ante problemas transitorios de la oferta y la demanda, al tiempo que se reduce la necesidad de llevar a cabo ajustes anticíclicos que, en entornos menos transparentes, podrían incrementar la volatilidad. De ahí se desprende que los bancos centrales pueden alcanzar más fácilmente sus objetivos fijando los tipos de interés oficiales a corto plazo de una forma apropiada e intentando modelar las expectativas públicas para que refuercen su política. Por el contrario, si el sector privado malinterpreta las medidas monetarias, es poco probable que la política monetaria consiga alcanzar los resultados previstos.

... complementando así las medidas tomadas ...

... y reduciendo la volatilidad macroeconómica

Una de las formas en las que un banco central puede contribuir a estabilizar la economía es reduciendo la incertidumbre del sector privado sobre el marco de su política. Sin embargo, en el pasado los bancos centrales solían considerar que la retención de información sobre sus decisiones e intenciones constituía una ventaja estratégica. Se abogaba por el secretismo del banco central en la creencia de que las medidas de política monetaria podrían ser más eficaces si el público no las anticipaba. Con el tiempo, esta creencia fue sustituida por la convicción de que las políticas que se explican claramente al público eliminan una fuente adicional de incertidumbre en la toma de decisiones del sector privado. Estructuralmente, el rápido desarrollo y la creciente importancia de los mercados financieros a la hora de transmitir la política monetaria han contribuido a este cambio, dado que los precios

de los activos y los rendimientos son extremadamente sensibles a las expectativas sobre las medidas adoptadas por la política monetaria.

Aunque normalmente se dice que las palabras se las lleva el viento, en lo que respecta a la comunicación de un banco central, las palabras pueden tener mayor peso que los hechos si el banco central goza de buena reputación por cumplir lo que promete. El año pasado ha traído consigo buenos ejemplos de los beneficios que reporta una comunicación más transparente. Las preocupaciones sobre los desequilibrios financieros en el Reino Unido y en Australia, por ejemplo, llevaron a los mercados a descontar unos tipos de interés a largo plazo más elevados antes de que se produjeran cambios en la política monetaria, debido a que los bancos centrales estaban dejando entrever sus propósitos. En cierto sentido, aclarar sus intenciones sobre sus políticas futuras fue una forma de restricción monetaria verbal, por cuanto que las expectativas del sector privado se tradujeron en un comportamiento prospectivo que contribuyó a alcanzar una política más restrictiva que la que se habría producido en caso contrario.

#### *Tendencias hacia una mayor apertura*

En general, los bancos centrales se muestran actualmente bastante abiertos en lo que respecta a la mayoría de los aspectos de la política monetaria (en el Cuadro IV.1 se resumen brevemente las prácticas de comunicación actuales). Aun corriendo el riesgo de simplificar en exceso, estas prácticas pueden dividirse a grandes rasgos en dos grupos: medidas para mejorar la eficacia de la política monetaria y medidas para mejorar la asunción de responsabilidad por parte del banco central. La primera categoría se puede dividir a su vez en dos ámbitos: comunicación de las decisiones de política monetaria y comunicación de la evaluación que hace el banco central sobre la coyuntura económica.

Los bancos centrales son ahora más abiertos ...

Como puede verse en el cuadro, existe una considerable uniformidad entre los distintos bancos centrales en determinados aspectos de las estrategias destinadas a mejorar la transparencia de las decisiones de política monetaria, como la adopción de objetivos explícitos a corto plazo para sus instrumentos y el anuncio público de las decisiones monetarias (por ejemplo, mediante comunicados de prensa). Además, en la actualidad la mayor parte de los bancos centrales publican periódicamente sus opiniones detalladas sobre el estado actual y futuro de la economía. Sin embargo, el consenso es menor en lo relativo al cómo y al cuándo explicar las decisiones de política monetaria. Por ejemplo, no todos los bancos centrales publican las actas de sus reuniones y, cuando lo hacen, el tiempo que transcurre hasta la publicación de las mismas varía.

#### *Análisis retrospectivo*

Teniendo en cuenta que los cambios de las políticas de comunicación que se han producido durante la última década han mejorado la claridad con que se transmiten las intenciones de los bancos centrales, los tipos de interés oficiales deberían ser, en ausencia de otros cambios, más predecibles. Un análisis retrospectivo sustenta en general esta hipótesis.

... y su política es más previsible

Información que facilitan los bancos centrales									
	G-3			Países con objetivos de inflación explícitos					
	US	BCE	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Responsabilización									
Objetivos de inflación cuantitativos <sup>1</sup>	No	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Responde ante el poder legislativo <sup>2</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Decisiones de política monetaria									
Anuncio inmediato de las decisiones	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí <sup>3</sup>	Sí
Ruedas de prensa	No	Sí	Sí	No	No	Sí	No	Sí	Sí <sup>4</sup>
Comunicados de prensa	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Publicación de actas <sup>5</sup>	Sí	No	Sí	Sí	.	.	No	Sí	No
Publicación del escrutinio de las votaciones	Sí	No	Sí	Sí	.	.	No	Sí	No
Evaluaciones económicas									
Informes sobre política monetaria	S <sup>6</sup>	M	M	T	T	T	T	T	T
Publicación de previsiones	S	S	S	T	T	T	T	T	S
Evaluaciones cuantitativas de riesgos	No	No	No	Sí	No	No	No	Sí	No

AU = Australia; CA = Canadá; CH = Suiza; GB = Reino Unido; JP = Japón; NZ = Nueva Zelandia; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

M = mensualmente; T = trimestralmente; S = semestralmente.

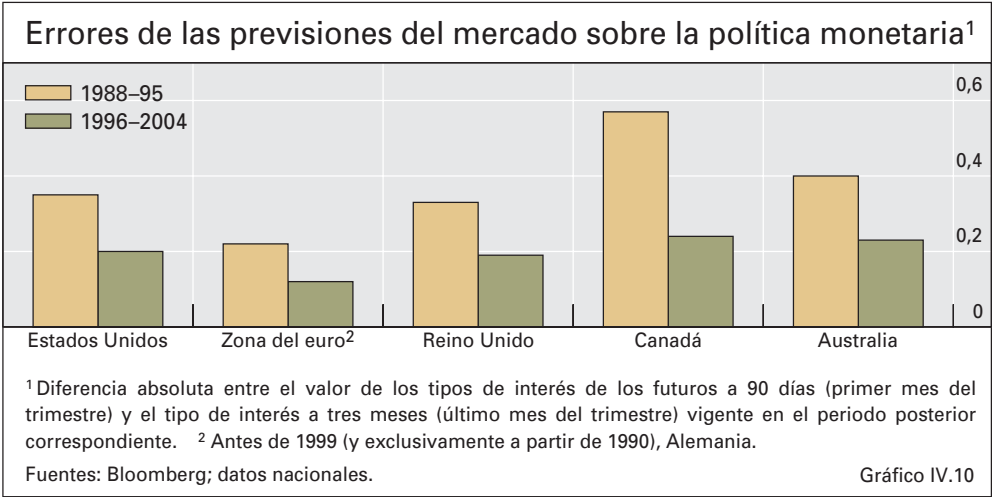
<sup>1</sup> El BCE y Suiza: definición de estabilidad de precios; Reino Unido: objetivo de inflación puntual; Canadá y Suecia: objetivo de inflación puntual con intervalo de tolerancia; Nueva Zelandia: intervalo de inflación objetivo; Australia: intervalo objetivo para la inflación media a medio plazo. <sup>2</sup> Estados Unidos: informes/comparecencias ante el Congreso; BCE: informes/comparecencias ante instituciones europeas; Japón y Canadá: informes/comparecencias ante el Parlamento; Reino Unido: informes a la Comisión del Tesoro; Nueva Zelandia: informes/comparecencias ante el poder legislativo; Australia: informes al Parlamento/comparecencias ante la Comisión de la Cámara de Representantes; Suecia: informes/comparecencias ante el Parlamento (Comisión Financiera); Suiza: no existe obligación legal, pero se redactan informes periódicos dirigidos a comisiones parlamentarias. <sup>3</sup> Se publica un comunicado de prensa el día siguiente a la decisión del Directorio Ejecutivo. <sup>4</sup> Tras los análisis de la política monetaria de junio y diciembre. <sup>5</sup> Retraso de la publicación: Estados Unidos (entre cinco y ocho semanas); Japón (un mes); Reino Unido (13 días); Suecia (dos semanas). <sup>6</sup> *Monetary Policy Report* se publica semestralmente; el *Beige Book* se publica ocho veces al año.

Fuente: Bancos centrales. Cuadro IV.1

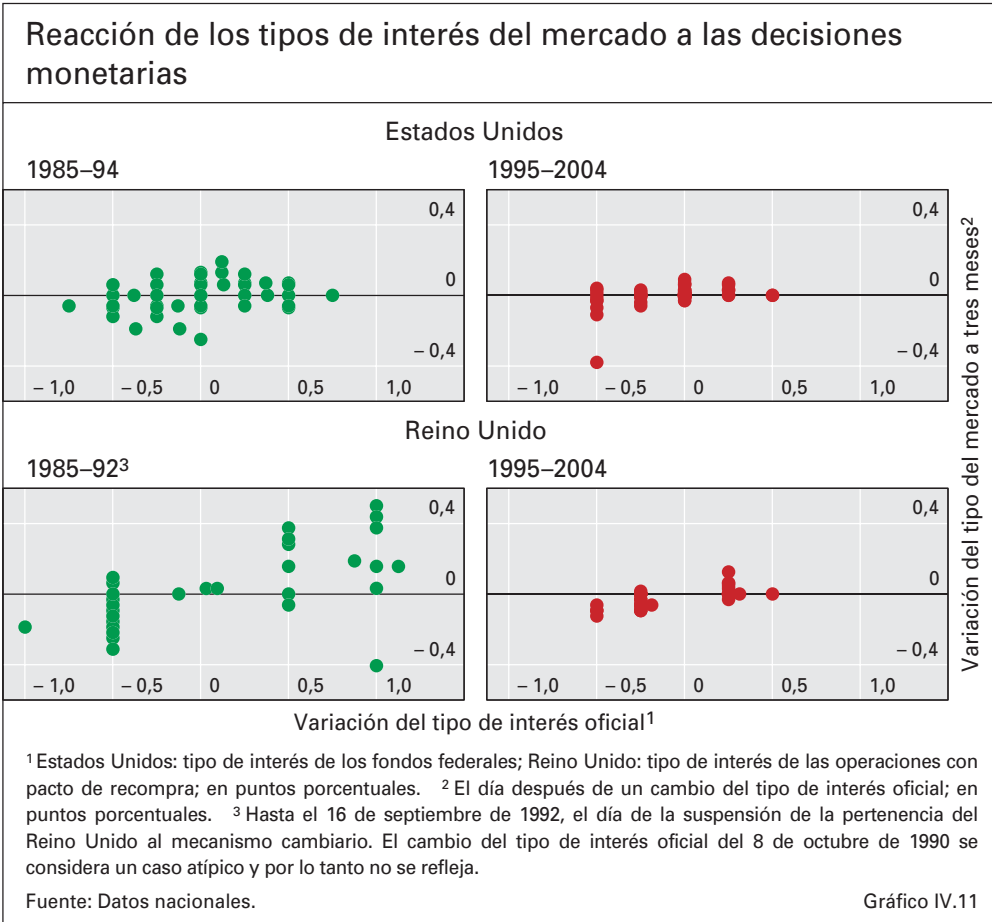
La mayor previsibilidad de los tipos de interés queda demostrada por dos pruebas concretas. En primer lugar, la media de los errores de las predicciones de los tipos de interés a corto plazo se ha reducido desde mediados de la década de los 90, según se aprecia en el tipo de interés implícito en los mercados de futuros (véase el Gráfico IV.10). En segundo lugar, la reacción de los tipos de interés de mercado ante la fijación de los tipos de interés oficiales apunta hacia esa misma conclusión. El Gráfico IV.11 muestra que los tipos de interés del mercado monetario a tres meses han reaccionado en menor medida ante los anuncios de política monetaria desde 1995, lo que parece indicar que los mercados han previsto mejor las decisiones monetarias.

La comunicación es recíproca

Si bien es cierto que una mejor comunicación puede haber hecho que las actuaciones del banco central sean más previsibles, es importante reconocer que las estrategias de comunicación de los bancos centrales permiten un flujo



de comunicación recíproco. Los bancos centrales proporcionan información sobre las actuaciones de la política monetaria y sobre sus intenciones para el futuro, ante la que reacciona el sector privado haciendo saber al banco central cómo se está acogiendo la información sobre política monetaria. En cierta medida, lo esencial para una buena política de comunicación es que el banco central y el sector privado terminen coincidiendo en sus opiniones; de ser así, es probable que se fomente un entorno en el que se puedan obtener los mejores resultados económicos. Sin embargo, habrá ocasiones en las que los



mercados financieros indiquen a los responsables de la política monetaria que su opinión acerca de la evolución probable de la política monetaria es distinta de la que sostienen los responsables de las mismas. En esos momentos críticos en los que los mercados pierden el rumbo, el banco central podría optar por encauzarlos de nuevo. Además, un pequeño empujón por parte de un banco central transparente se suele considerar preferible a unos cambios de rumbo rotundos por parte de un banco central opaco. Por supuesto, en esas circunstancias, los responsables de la política monetaria también tendrán que reflexionar seriamente sobre si la opinión de los mercados acerca de la política más apropiada para el futuro no puede ser más acertada que la suya propia. Estaríamos así ante una comunicación verdaderamente recíproca.

#### *Diferentes estrategias de comunicación*

No existe una  
única solución,  
a causa de ...

A pesar de que los bancos centrales han mostrado una tendencia común hacia una mayor transparencia en la mayor parte de los aspectos de la política monetaria, nadie debería sorprenderse al comprobar que persisten diferencias significativas. La historia, el público y los problemas económicos de cada banco central ayudan a la hora de determinar la mejor política de comunicación para cada uno de ellos. En este sentido, no existe una única solución que sirva para todos.

... la historia ...

En primer lugar, para los bancos centrales con una larga trayectoria, que cuentan con un marco político y una forma de reaccionar ante acontecimientos económicos que el público puede deducir razonablemente, es posible que una comunicación explícita no sea tan importante como lo es para los bancos centrales que actúan bajo regímenes menos establecidos. Se podría afirmar que el largo historial de la Reserva Federal, y especialmente las acciones del FOMC durante aproximadamente la última década, proporcionan considerable información sobre la política monetaria que se aplicará en el futuro en Estados Unidos. Por el contrario, el BCE, como institución de reciente creación, así como los países industrializados de menor tamaño con nuevos regímenes basados en objetivos explícitos de inflación, podrían enfrentarse a una exigencia de información más exhaustiva sobre el marco de sus políticas monetarias.

... el público ...

En segundo lugar, los distintos bancos centrales se enfrentan a diferentes necesidades de información. En cierta medida, esto se debe a que el público al que se dirigen principalmente difiere en los distintos países. Por ejemplo, en los países en los que los mercados financieros juegan un papel relativamente importante para la transmisión de la política monetaria (como Estados Unidos), los responsables de la política monetaria pueden tener que centrarse en garantizar que los mercados financieros tengan fácil acceso a la información susceptible de influir en gran medida en los precios de los activos. Por el contrario, es posible que esta información sea menos esencial en los países en los que los sistemas de intermediación financiera están más dominados por los bancos. En ese caso, el banco central podría dedicarse más al público en general, para que quede convencido del compromiso del primero con la estabilidad de precios y pueda adoptar sus decisiones a largo plazo sobre trabajo, ahorro e inversiones.

En tercer lugar, las circunstancias coyunturales propias de cada país también pueden exigir unas prácticas de comunicación diferentes para cada banco central. Por ejemplo, el Banco de Japón ha reaccionado ante un entorno deflacionario facilitando información detallada sobre sus políticas monetarias no convencionales y, de cara al futuro, sobre el momento en el que podría poner fin a las mismas. Aunque en menor medida, el pasado año la Reserva Federal consideró necesario detallar las estrategias monetarias que podría aplicar en caso de producirse una deflación no deseada. Ante un conjunto de circunstancias distintas, el Banco de Inglaterra, por ejemplo, ha consagrado mayores esfuerzos a explicar sus opciones monetarias ante incrementos potencialmente insostenibles de los precios de la vivienda.

... y circunstancias coyunturales

### *Retos para la comunicación*

La historia ha demostrado que los bancos centrales trabajan para mejorar continuamente sus estrategias de comunicación. Asimismo, aprenden los unos de los otros, tal y como ha quedado patente en la tendencia hacia la utilización de marcos con objetivos explícitos de inflación por parte de la mayoría de los bancos centrales del mundo. Para avanzar en esta línea, resulta esencial descubrir nuevas modalidades de comunicación y mejorar las estrategias actuales. Aunque pueda parecer sencillo, las estrategias de comunicación de los bancos centrales se enfrentan a distintos tipos de limitaciones prácticas.

Es importante seguir avanzando, pero ...

Incluso si los bancos centrales desean en principio divulgar más información, es posible que existan buenas razones de orden práctico para no hacerlo. Aparte de la lógica imposibilidad de publicar información privada, algo que podría enfriar el flujo de ese tipo de información hacia las autoridades monetarias en el futuro, la mejora de la comunicación no está exenta de costes. Una comunicación clara exige tiempo, dinero y recursos del banco central. Si se somete a un sobrio análisis en términos de costes y beneficios, es posible que la publicación de determinados tipos de información resulte simplemente ineficiente. Además, un debate franco y sin restricciones repercute en favor de las deliberaciones en las reuniones de los órganos rectores, algo que podría verse afectado negativamente por un exceso de apertura, con la retransmisión de las reuniones o la publicación de las transcripciones completas de las actas con la mayor brevedad posible. De forma similar, el aumento de la transparencia sobre las deliberaciones en materia de política monetaria y el escrutinio de los votos, entre otros, podrían hacer que los medios de comunicación dramatizaran las diferencias de opinión entre los responsables de las políticas, lo que a su vez podría politizar las discusiones internas sobre política monetaria. Todas estas preocupaciones sugieren que los bancos centrales deben sopesar con cuidado qué información facilitan.

... será costoso ...

... y demasiada apertura puede desanimar el debate

Otra cuestión crucial versa sobre la mejor manera en la que el banco central puede hacer llegar su mensaje al público con claridad. Hay varios factores que complican este asunto. En primer lugar, el lenguaje utilizado puede ser impreciso de por sí y está sujeto a diversas interpretaciones, sobre todo cuando las autoridades monetarias sienten la necesidad de transmitir

Las restricciones inherentes surgen ...

... del lenguaje utilizado ...

un mensaje conciso. Un ejemplo de ello son los recientes cambios realizados en el comunicado de prensa posterior a las reuniones del FOMC. Desde mediados de 1999, el Comité indicaba un “sesgo”, junto con su objetivo para el tipo de interés oficial, que proporcionaba una indicación acerca de las desviaciones probables con respecto al objetivo hasta la próxima reunión. Sin embargo, los mercados financieros no llegaban a comprender bien su significado. Por ello, en febrero de 2000, la declaración sobre el sesgo fue reemplazada por una declaración sobre el “equilibrio de riesgos”. Con este concepto se quería indicar la opinión del FOMC sobre la evolución probable de la inflación y el producto para un horizonte que iba más allá de la siguiente reunión monetaria. Por otra parte, en su empeño por realizar una declaración breve, el Comité se ha visto obligado a escoger sus palabras con cuidado para describir lo mejor posible sus opiniones. La experiencia durante el periodo analizado sugiere que incluso una ligera modificación de la declaración sobre el equilibrio de riesgos puede provocar una reacción de gran alcance en los mercados, en ocasiones no deseada. Realizar una declaración más extensa, con un mayor énfasis en las condiciones en las que se tomarían determinadas medidas monetarias, podría parecer la alternativa más obvia, pero sin duda tardaría más en llegar al público tras la conclusión de una reunión del FOMC. Asimismo, podría incrementar indebidamente la sensibilidad de los mercados a la evolución económica.

... de la dificultad de describir todas las contingencias ...

En segundo lugar, aunque intenten ser claros y predecibles en circunstancias normales, los bancos centrales pueden no considerar factible o deseable describir todas las posibles eventualidades y lo que harían en respuesta a las mismas. Esto se debe, en parte, a la imposibilidad de conocer la naturaleza exacta de los acontecimientos hasta que se producen y, por otra parte, al temor a que el debate sobre contingencias extremas pueda influir indebidamente en el público y alterar los mercados. Además, las dificultades pueden ser reflejo de una realidad: que el público no está dispuesto o no es capaz de digerir en su totalidad análisis complejos e informaciones voluminosas en materia de política monetaria.

... y de los posibles conflictos con la credibilidad

Por último, dado que un punto central de las estrategias de comunicación es la credibilidad, se plantea la paradoja de si un banco central puede parecer demasiado creíble. Un banco central puede experimentar la “maldición del ganador”, es decir, puede darse una situación en la que goce de tanta credibilidad que el público conceda más importancia a sus declaraciones de lo que el propio banco pretendía. Este problema puede ser especialmente grave cuando las autoridades monetarias realizan declaraciones sobre posibilidades muy remotas y el público las magnifica. En ese entorno, revelar demasiada información puede acabar perjudicando la credibilidad del banco central. De forma similar, si los mercados se limitan a aceptar la evaluación sobre la futura evolución de la política que realiza el banco central, podría ponerse en peligro la comunicación recíproca anteriormente mencionada.

La recompensa de una mejor comunicación puede ser muy sustanciosa, pero, si nos guiamos por lo acontecido en el pasado, es muy probable que para conseguir estas ventajas se requiera un trabajo cuidadoso y prudente, para el que no existen soluciones rápidas.