

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

Aspectos más destacados

El año pasado se produjo un cambio de tendencia en el ciclo de los tipos de interés, y muchos bancos centrales iniciaron un proceso de endurecimiento de la política monetaria a la vista de las presiones que empezaban a sufrir los precios. En las tres principales economías, las autoridades monetarias se encontraron con diferentes fuentes de incertidumbre. Por otra parte, a los bancos centrales les pareció que era cada vez más importante reconocer explícitamente las limitaciones que imponía esa incertidumbre a la hora de elaborar la política monetaria y comunicarse con el público. Una de las ventajas de la transparencia en la información sobre las dificultades que tienen los responsables de gestionar la política monetaria estriba en que puede ayudarlos a conservar su credibilidad, aunque tengan que cambiar de política.

En Estados Unidos, existía incertidumbre particularmente sobre la tasa de crecimiento potencial, así como sobre la situación de los mercados financieros. Había crecientes indicios de que el crecimiento de la productividad a largo plazo podía estar aumentando y complicar la evaluación de las presiones inflacionarias, y el empleo seguía creciendo a un ritmo considerado antes imposible de mantener. Aunque las subidas del tipo objetivo de los fondos federales llevadas a cabo a mediados de 1999 representaron una marcha atrás en las reducciones efectuadas tras las convulsiones de los mercados financieros mundiales de 1998, las subidas realizadas más tarde durante el periodo examinado se debieron al creciente temor de que un exceso de demanda exacerbara las presiones inflacionarias. Al igual que en años recientes, la Reserva Federal continuó preguntándose cuál era la mejor manera de integrar los precios de los activos en las decisiones sobre la política monetaria. En particular, los mercados de acciones siguieron registrando fuertes ganancias, con inciertas consecuencias para el consumo. La necesidad de que la política monetaria tuviera en cuenta las posibles reacciones de los mercados financieros se puso aún más de manifiesto cuando el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) comenzó a anunciar el sesgo de la orientación de su política monetaria inmediatamente después de sus reuniones.

La incertidumbre también fue un tema destacado en Japón. La cuestión principal era saber si las medidas ya tomadas serían suficientes para impedir que una grave recesión engendrara tendencias deflacionarias y, en caso contrario, qué medidas podrían adoptarse para estimular la actividad económica, dado que los tipos oficiales nominales eran, de hecho, cero. Después de disminuir el PIB real durante cinco trimestres consecutivos a partir del cuarto trimestre de 1997 y de bajar los precios de consumo durante el segundo

semestre de 1998 por primera vez en tres años, la economía japonesa se enfrentó a comienzos de 1999 a una considerable desaceleración de la actividad. Al final, la situación económica y financiera mejoró algo, pero apenas existían pruebas de que la recuperación económica tuviera una dinámica propia.

Las experiencias del Eurosistema el año pasado ilustran los problemas de política monetaria que se plantean cuando un panorama económico y financiero nuevo y en rápida transformación afecta tanto a los mecanismos de transmisión de la política monetaria como a las opiniones sobre los tipos de cambio. El Eurosistema gestionó la política monetaria tan pragmáticamente como lo había anunciado, evitando los intentos de realizar ajustes finos dada la incertidumbre sobre el mecanismo de transmisión y utilizando como indicador el crecimiento de M3 únicamente en las situaciones en las que consideró que los factores temporales no afectaban a su valor informativo. Aunque las decisiones del Eurosistema relacionadas con los tipos de interés generalmente fueron bien recibidas por el público, se criticó su política de información. Algunos observadores consideraban que el grado de transparencia era insuficiente, a pesar de la gran importancia concedida por el Eurosistema desde el comienzo a la claridad y la apertura.

Al igual que en Estados Unidos y la zona del euro, la política monetaria se endureció en todos los países que tenían un objetivo de inflación a medida que transcurría el año. En general, el enorme incremento de la demanda interna, junto con la aceleración del crecimiento mundial y la subida de los precios del petróleo, se tradujo en unas subidas más generalizadas de los precios y llevó a revisar al alza las predicciones de la inflación a medio plazo, justificando así la subida de los tipos de interés a corto plazo.

Estados Unidos

Dos cuestiones ocuparon un lugar destacado en la elaboración de la política monetaria de la Reserva Federal el pasado año. La primera se refiere a la evolución del crecimiento de la productividad y a la escasez de la oferta de mano de obra, así como a la evaluación de sus consecuencias para las perspectivas de la inflación. La segunda está relacionada con la situación de los mercados financieros, concretamente con la interrelación de la política monetaria y los precios de los activos. Ambas cuestiones constituyeron un motivo de incertidumbre para los responsables de la política monetaria. En los últimos años, las tasas de crecimiento de la productividad han sido en algunas ocasiones superiores a las de los años 70 y 80, lo que induce a pensar que la capacidad productiva de la economía ha aumentado ininterrumpidamente. Sin embargo, sigue siendo difícil identificar con seguridad una ruptura en el crecimiento tendencial de la productividad en una fase avanzada de una expansión. En una estrecha relación se halla la dificultad de aislar la influencia de la política monetaria en los precios de los activos, así como los efectos, a su vez, sobre el consumo, el crecimiento económico y la productividad registrada.

A este respecto, podría resultar instructivo analizar el caso de Japón en los años 80. Durante esta década, Japón disfrutó de una baja inflación y de un elevado crecimiento durante varios años, hasta el punto de que fue difícil para

Incertidumbre sobre el crecimiento de la productividad y sobre los precios de los activos

Similitudes y diferencias con la experiencia japonesa previa

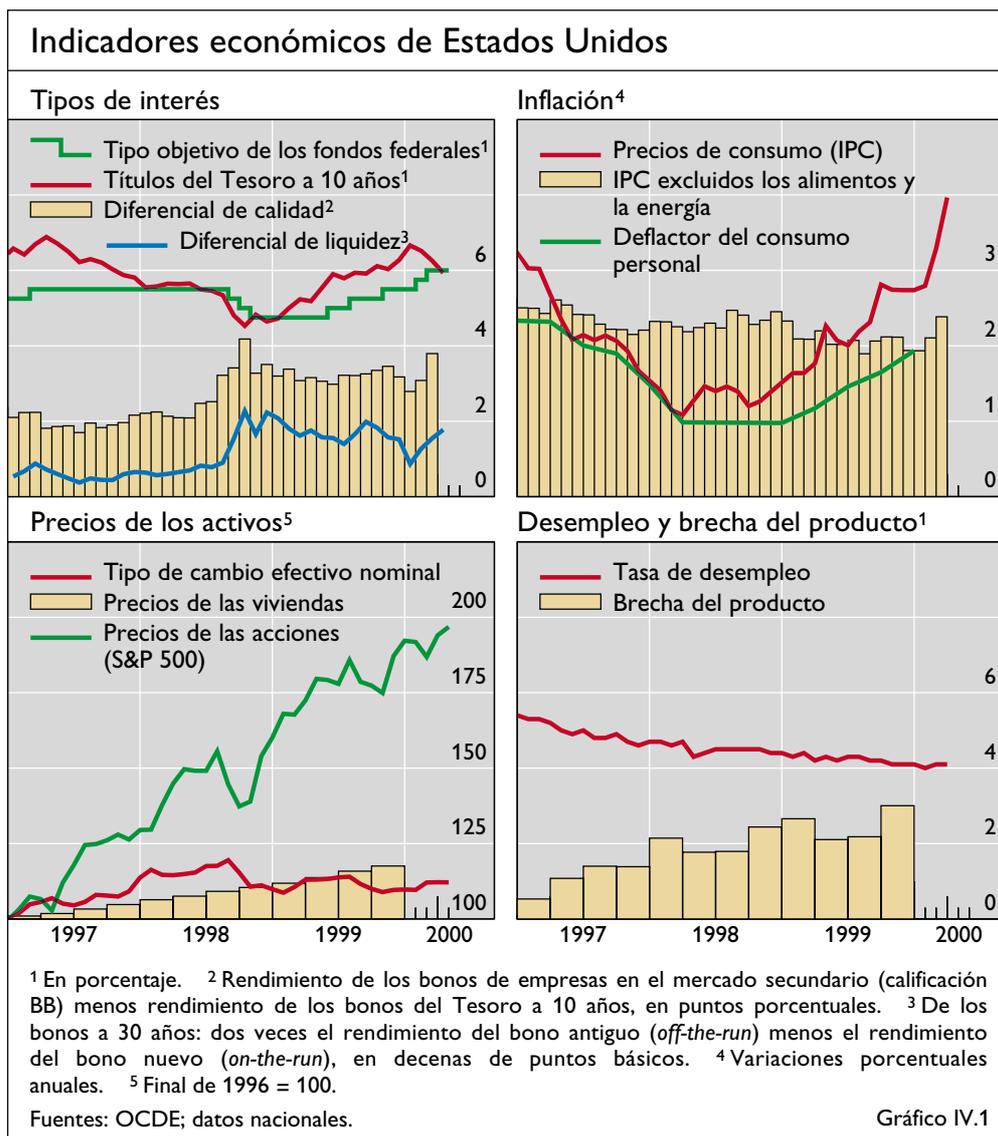
las autoridades económicas distinguir la tendencia del ciclo. Por otra parte, estos acontecimientos se produjeron en un contexto de apreciación del yen, elevadas tasas de inversión y aceleración del crecimiento de la productividad, así como de grandes subidas de los precios de las acciones y de la propiedad inmobiliaria. Para el Banco de Japón la cuestión radicaba en saber si era necesario endurecer la política monetaria y, en caso afirmativo, cómo conseguir el respaldo del público con una inflación benigna y un considerable crecimiento de la productividad. Por otra parte, poco se sabía entonces, como ahora, sobre la rapidez con que podían reaccionar los precios de las acciones a un endurecimiento de la política monetaria. Estas circunstancias parecen similares al caso reciente de Estados Unidos. Sin embargo, la situación de Estados Unidos parece más estable en dos importantes aspectos: la subida de los precios de la propiedad inmobiliaria ha sido considerablemente menor y el sistema bancario parece mucho más sólido. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido antes en Japón, Estados Unidos es un deudor externo con un elevado déficit por cuenta corriente. Por consiguiente, resulta difícil evaluar el balance de riesgos.

Los mercados de deuda se estabilizan ...

En la primera parte del periodo examinado, las consideraciones relacionadas con los mercados financieros desempeñaron un destacado papel en las decisiones sobre la política monetaria. Para comprender su influencia, resulta útil recordar los acontecimientos de finales de 1998. En esa época, una serie de crisis financieras internacionales con consecuencias para la economía de Estados Unidos llevaron a la Reserva Federal a bajar tres veces los tipos de interés. Se temía que una reducción general del crédito acabara paralizando los mercados financieros y desembocara en una recesión. Un hecho sintomático de las convulsiones de los mercados financieros fueron los enormes aumentos del diferencial entre los bonos del Tesoro a 30 años antiguos (*off-the-run*) y los nuevos (*on-the-run*), así como entre la deuda de empresas de menor calificación y los bonos del Tesoro a 10 años. Sin embargo, a mediados de 1999, estos temores se disiparon algo, pues parecía que los mercados financieros funcionaban de nuevo de una manera más normal. La prioridad de la política monetaria pasó a ser entonces dar marcha atrás en el momento oportuno en las reducciones del tipo objetivo de los fondos federales a medida que se estabilizara la situación de los mercados financieros.

... y comienza a endurecerse la política monetaria

Una vez en marcha este proceso, la prioridad de las autoridades durante el año consistió en evitar un rebrote inflacionario y un inoportuno fin de la expansión. La Reserva Federal pensaba que los incrementos patrimoniales generados por los mercados de activos, independientemente de que fueran permanentes o temporales, producirían efectos inflacionarios al elevar la demanda interna existente por encima de la oferta. El descenso de la tasa de ahorro de los hogares, unido a los elevados precios de las acciones, significaba que las ganancias de capital estaban realmente impulsando el consumo, que se convirtió en el principal motor del crecimiento en una fase bien avanzada de la expansión. La Reserva Federal tuvo, pues, que hacer frente a una situación en la que se esperaba que la inflación aumentara si no se controlaba, pero corría el riesgo de provocar un duro aterrizaje si adoptaba una política monetaria demasiado agresiva que afectara en grado



significativo a los precios de las acciones. La probabilidad de que cayera el mercado de valores probablemente dependía en parte de que las subidas de los precios de las acciones se debieran a una burbuja o a un aumento permanente del crecimiento de la productividad. En este último caso, la Reserva Federal podía tener menos razones para temer que cayeran vertiginosamente los precios de las acciones y podía endurecer más la política monetaria ante las presiones inflacionarias.

Los indicadores económicos convencionales también transmitieron señales contradictorias durante todo el año, lo que complicó la gestión de la política monetaria. Después de nueve años de expansión, con un crecimiento del PIB real superior al 4%, un nivel del PIB real más de 2 puntos por encima de las estimaciones tradicionales del producto potencial y un desempleo en su nivel más bajo desde hacía 30 años, cada vez había más razones para temer la acumulación de tensiones inflacionarias subyacentes en la economía de Estados Unidos. El aumento del déficit por cuenta corriente indicaba claramente que la demanda interna superaba a la oferta interna. Además, dos elementos clave que

El crecimiento de la productividad sigue siendo alto, pero aumentan las tensiones en el mercado de trabajo

habían contribuido a la moderada inflación de los últimos años, la apreciación del dólar de Estados Unidos y el descenso de los precios mundiales del petróleo, perdieron intensidad. En cambio, el crecimiento de la productividad continuó superando las expectativas y los costos laborales unitarios siguieron siendo bajos e incluso disminuyeron en los últimos meses de 1999. Comenzó a ser más probable que la productividad hubiera cambiado de tendencia. Por otra parte, la expansión había recibido un fuerte impulso de las considerables inversiones en reestructuración y tecnologías avanzadas, lo que confirmó aún más la teoría de la “nueva economía”. No obstante, aunque los principales indicadores económicos transmitían señales contradictorias sobre la futura evolución de la inflación, cada vez parecía más probable la necesidad de endurecer aún más la política monetaria. Una vez situado de nuevo el tipo objetivo de los fondos federales en un 5,5% en noviembre de 1999, el FOMC continuó subiendo los tipos oficiales durante los primeros meses del año 2000.

Los precios de los activos, la estabilidad financiera y la política monetaria

La evaluación del papel de los precios de los activos en la gestión de la política monetaria plantea muy diversas cuestiones. Una de ellas, de carácter estratégico, es saber si los precios de los activos deben constituir un objetivo independiente de la política monetaria. En muchos países, los bancos centrales tienen la misión de fomentar la estabilidad financiera. Dado que los ciclos de los precios de los activos pueden provocar fallos en el sistema bancario y, como sucede con los ciclos del crédito, suelen preceder a una brusca recesión económica, algunos sostienen que quizá fuera prudente fijar directamente un objetivo para las variables financieras. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con un objetivo de inflación, resulta difícil cuantificar la estabilidad financiera y, por lo tanto, no es fácil saber cuándo ponen en peligro esa estabilidad los precios de los activos. Por otra parte, existe la evidente dificultad de averiguar exactamente cuál es el activo a cuyo precio debe referirse el objetivo entre los muchos candidatos posibles y, una vez elegido, cuál debe ser su nivel objetivo. Y lo que es aún más fundamental, ese tipo de política implicaría lógicamente perseguir con menor vigor el objetivo más tradicional de la estabilidad de los precios de consumo.

Independientemente de que los precios de los activos alteren a veces los objetivos tradicionales de la política monetaria, su influencia en estos objetivos tiene un claro interés para las autoridades económicas. Sin embargo, quedan por resolver muchas cuestiones prácticas relacionadas con la forma en que debe reaccionar la política monetaria a las variaciones de los precios de los activos. Por ejemplo, no está claro que las autoridades puedan responder a estas variaciones sin tomar al menos una postura sobre si son demasiado altos o demasiado bajos en relación con un nivel adecuado. En segundo lugar, existe bastante incertidumbre sobre el papel desempeñado por los precios de los activos en el mecanismo de transmisión monetaria, lo que limita su utilidad para evaluar la política monetaria. Por ejemplo, no se comprende bien ni en qué momento ni en qué medida repercuten los cambios de la política monetaria en los precios de los activos.

No se comprende bien el papel de los precios de los activos

La influencia de la política monetaria en los precios de los activos es incierta, cuando se suaviza como cuando se endurece. Por lo que se refiere al primer caso, las inyecciones de liquidez en momentos de aparentes dificultades financieras podrían facilitar la aparición de un problema de riesgo moral y, posteriormente, incluso la aparición de mayores tensiones en los mercados. De hecho, este tipo de medidas podría validar de manera involuntaria los elevados precios actuales en otros mercados de activos más dinámicos. Es posible que las reducciones del tipo llevadas a cabo por la Reserva Federal a finales de 1998, necesarias para estabilizar los mercados de renta fija, facilitaran al mismo tiempo la recuperación del mercado. En cuanto al segundo, la experiencia japonesa de los años 80 parece demostrar que un endurecimiento rápido de la política monetaria contendría los precios de los activos y frenaría la formación de una burbuja. Sin embargo, en la práctica, una política monetaria algo más dura, al indicar la firme determinación del banco central de luchar contra la inflación, podría infundir en el mercado una confianza aún mayor en la viabilidad de la expansión, lo que podría ir en contra del objetivo buscado por la política monetaria. Así pues, desinflar suavemente las burbujas de los precios de los activos puede ser difícil. De hecho, cabe que las autoridades monetarias sólo puedan eliminar las burbujas aparentes mediante medidas duras. Al margen de otras consideraciones relacionadas con la fijación de objetivos para los precios de los activos, las autoridades monetarias serán lógicamente reacias a adoptar tal tipo de medidas si no saben con certeza que existe una burbuja. Dado que sólo es posible tener esa certeza en una fase avanzada del ciclo, ese momento puede ser demasiado tarde para aislar a la economía de las consecuencias de un ajuste de los precios de los activos.

Posibles riesgos de la respuesta a los precios de los activos

Anuncio del sesgo

La necesidad de tener en cuenta la interrelación de las percepciones de los mercados financieros y la política monetaria también quedó patente el año pasado cuando la Reserva Federal decidió anunciar el sesgo de la orientación de su política monetaria inmediatamente después de las reuniones del FOMC. Hasta mayo de 1999, el sesgo sólo se hacía público cuando se publicaban las actas de esas reuniones. El nuevo procedimiento refleja una disposición aún mayor de la Reserva Federal a dar a conocer sus operaciones.

El significado del sesgo nunca estuvo totalmente claro para el público. Algunos pensaban que ayudaba a conseguir el consenso de los miembros del FOMC sobre el objetivo fijado, al permitir manifestar las opiniones discrepantes. Otros creían que otorgaba autoridad al presidente para introducir cambios discrecionales en la política monetaria entre las reuniones. Otros, a su vez, pensaban que indicaba el sentido en el que se esperaba que variara realmente el tipo de los fondos federales. A pesar de esta falta de claridad, el examen de las variaciones experimentadas por los tipos a futuro de los fondos federales vigentes en torno a las reuniones del FOMC desde mayo de 1999 parece indicar que los mercados ni se sorprendieron ni reaccionaron mucho al sesgo cuando se anunció simultáneamente con la orientación de la política monetaria. No obstante, aunque no se apreció una variación en la conducta del mercado de bonos, parece que el anuncio del sesgo provocó

Significado poco claro del sesgo

breves reacciones en los mercados de activos. Para disipar cualquier posible confusión, la Reserva Federal revisó de nuevo su procedimiento de información en febrero de 2000, dejando claro que el sesgo pretende transmitir la opinión unánime del FOMC sobre las incertidumbres que rodean al crecimiento y la inflación futuros en un horizonte que va más allá de la siguiente reunión del FOMC.

Japón

Dado que los precios de consumo se mantenían constantes o bajaban ligeramente y la brecha del producto era grande y creciente, la política monetaria de Japón se dedicó el año pasado a impedir que la economía desarrollara nuevas tendencias deflacionarias.

La política de tipo de interés nulo ...

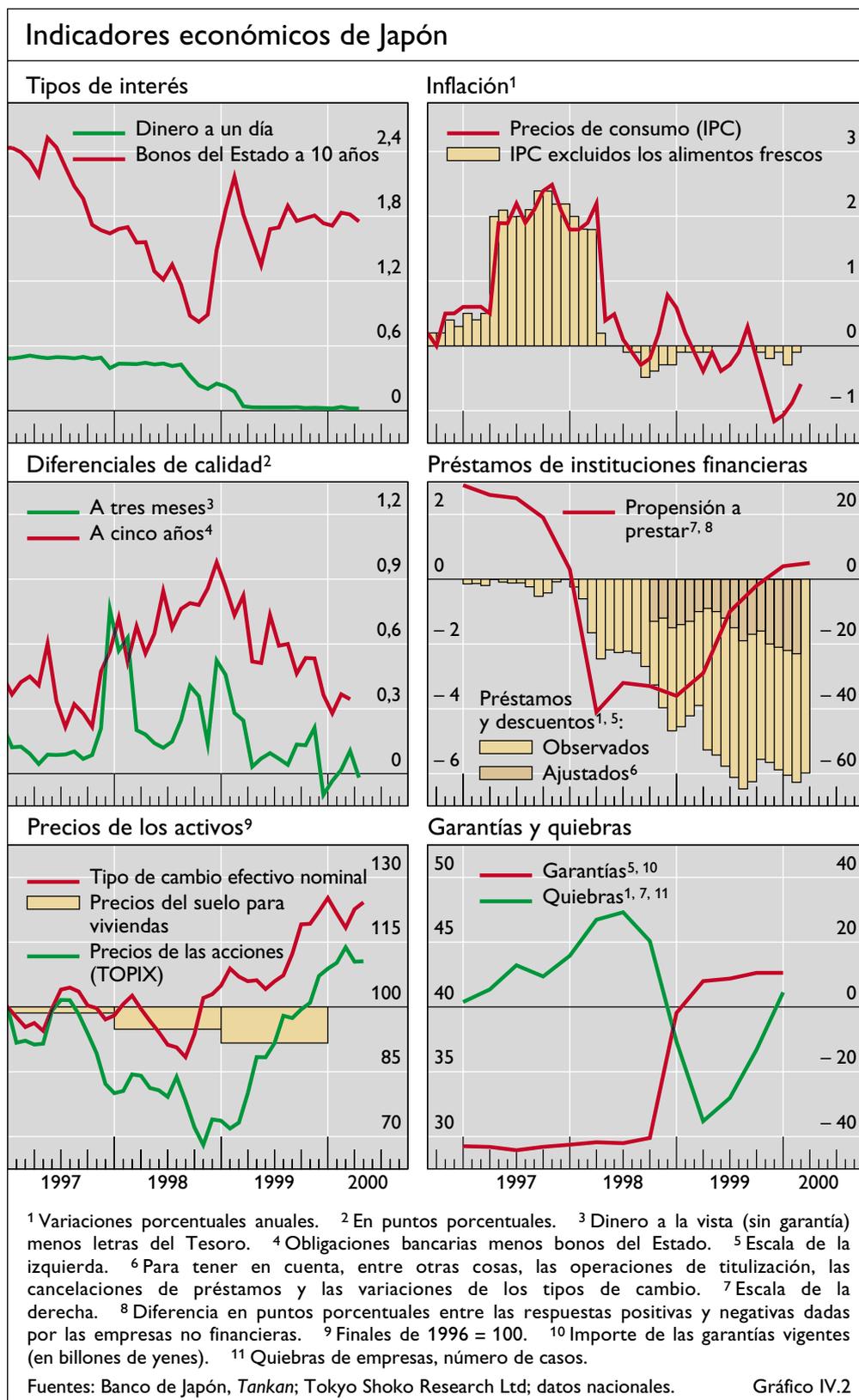
... se mantiene

Con los tipos de interés a un día ya bajados a cero en marzo de 1999, no era posible suavizar aún más la política monetaria a través de la vía tradicional de los tipos de interés. Como los tipos de interés a largo plazo subieron significativamente a finales de 1998 y principios de 1999 en respuesta a las medidas fiscales anunciadas para apoyar la actividad económica, dada la impresión de que había disminuido la demanda de bonos del Estado a largo plazo por parte del sector público, el Banco de Japón anunció en abril su intención de mantener los tipos de interés a corto plazo en cero hasta que desaparecieran los temores deflacionarios. Esta medida, que pretendía presionar a la baja sobre los rendimientos de los bonos, provocó durante la primavera una disminución de los rendimientos a 10 años. Los indicios de que habían mejorado las perspectivas económicas a medida que transcurría el año condujeron a que en el verano se especulara con la posibilidad de abandono de la política de tipo cero, y provocaron un aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo a algo menos de un 2%. Por otra parte, y lo que es más preocupante, el yen comenzó a apreciarse bruscamente, lo que frenó la actividad. Esta apreciación sólo se invirtió en parte cuando, casi a finales de año, se comenzó a pensar que la economía estaba más débil de lo pensado anteriormente.

Disminuye la preocupación por las instituciones financieras

Aunque la política fiscal continuó siendo el sostén fundamental de la actividad, también existían crecientes indicios de que las medidas adoptadas un año antes para estabilizar el sistema financiero comenzaban a dar sus frutos. La adopción de garantías crediticias, la expansión de los préstamos a través de instituciones financieras públicas, el cierre de las instituciones financieras insolventes y la recapitalización de varios grandes bancos fueron medidas destinadas todas ellas a apoyar el crecimiento del crédito y transmitir confianza al público. La reducción de las primas de riesgo de los créditos en el sistema bancario, la mejora de la propensión a prestar y la subida de los precios de las acciones eran señales positivas de que estaban mejorando realmente las opiniones sobre la salud del sistema financiero. Sin embargo, a pesar de este cambio de opinión, apenas había pruebas sólidas de que hubiera mejorado significativamente la situación financiera subyacente. Por ejemplo, los préstamos bancarios continuaron disminuyendo, debido a la débil demanda de crédito por los grandes prestatarios y a la preocupación de los acreedores por la situación financiera de los pequeños prestatarios particularmente.

Reduciendo a cero los tipos de interés del dinero a la vista, el Banco de Japón dedicó su principal instrumento a apoyar la economía. Seguía siendo difícil saber si podía utilizar otras medidas excepcionales para suavizar aún más las condiciones monetarias. Algunos observadores, entre los que se encontraba



el propio Banco de Japón, sostenían que la adopción de nuevas medidas para expandir la base monetaria, mediante operaciones de mercado abierto o de una intervención no esterilizada en el mercado de divisas, sería ineficaz, ya que las instituciones financieras volverían a depositar su liquidez adicional en el banco central. De hecho, se sugirió que tales medidas podían ser contraproducentes si ponían en peligro la independencia del Banco de Japón y provocaban una subida de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, otros observadores pensaban que un aumento de la base monetaria podía llevar a las instituciones financieras a comprar activos de mayor rendimiento, incluidas las obligaciones emitidas por empresas y los bonos del Estado a más largo plazo, lo que podría reducir sus rendimientos y estimular la actividad. También se ha dicho que el Banco de Japón podría ampliar su variedad de operaciones a lo largo de la estructura de vencimientos e incluso realizar operaciones directamente en una variedad más amplia de instrumentos. Sin embargo, esto plantearía importantes cuestiones relacionadas con la calidad de los activos y con el grado apropiado de riesgo de los tipos de interés, lo que podría afectar a la independencia del banco central si sufriera grandes pérdidas.

Consideración de la posibilidad de adoptar un objetivo de inflación

La posibilidad de que el anuncio de un objetivo explícito de inflación contribuyera a aumentar las expectativas inflacionarias en Japón y redujera los tipos de interés reales esperados por debajo de cero también suscitó un debate público el año pasado. El Banco de Japón señaló que las propuestas para introducir un objetivo de inflación en Japón eran de dos tipos. Algunos observadores habían sugerido que se fijara un objetivo numérico muy superior a la banda de estabilidad de los precios. Dados los costos de la inflación, las dificultades de controlar un rebrote inflacionario y el hecho de que la economía ya daba algunas muestras de recuperación, el banco central no era partidario de esta opción. Otros observadores habían propuesto que el banco central adoptara una estrategia más clásica de objetivo de inflación. Según el banco central, esta propuesta también planteaba cuestiones más generales relacionadas con la manera de mejorar la transparencia y la responsabilidad de la política monetaria, y anunció que analizaría estas cuestiones exhaustivamente. Ningún país ha adoptado hasta ahora un objetivo de inflación en un intento de aumentar la inflación, por lo que la situación de Japón es muy diferente de la de otros países. Por otra parte, la adopción de un objetivo de inflación en la situación actual tal vez planteara problemas de credibilidad, ya que podría ser difícil convencer al público de que el banco central tiene suficientes instrumentos para elevar la inflación hasta la banda fijada como objetivo si los precios comenzaran realmente a bajar.

“Tope mínimo cero para los tipos”

Las experiencias recientes de Japón brindan una oportunidad única para evaluar la importancia del hecho de que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos, el llamado “tope mínimo cero para los tipos”. Algunos observadores han afirmado que, dado ese tope, no sería correcto que la política monetaria persiguiera un nivel de inflación tan bajo como cero. En tales circunstancias, sería muy difícil conseguir unos tipos de interés reales negativos si ello fuera necesario con fines coyunturales. Sin embargo, los datos históricos inducen a pensar que esta conclusión es discutible. Una de las razones se halla en que los tipos de interés reales a corto plazo rara vez han sido negativos, lo

cual indica que los bancos centrales no han sentido muchas veces la necesidad de contar con unos tipos negativos para estimular la economía. Asimismo, no ha habido casi ninguna ocasión en la que los bancos centrales se hayan visto obligados a bajar los tipos de interés nominales a niveles cercanos a cero. De hecho, sólo ha habido algunos episodios históricos en los que los tipos de interés nominales han sido de cero, básicamente en Estados Unidos a finales de la década de 1930 y en Japón el año pasado, y en ambos casos se trató de situaciones en las que el mal funcionamiento del sector financiero ejerció bruscas presiones contractivas sobre la economía. Posiblemente sea mejor interpretar estos casos como una demostración de la importancia de mantener un sistema financiero sólido más que como evidencia de que un objetivo de inflación cero está asociado con malos resultados macroeconómicos.

La zona del euro

El Eurosistema tuvo que hacer frente a un clima incierto durante el primer año de existencia del euro. Tras la debilidad de la demanda mundial después de las crisis que afectaron a muchas economías de mercado emergentes, el dinamismo económico había disminuido bruscamente en la zona del euro en 1998. Al deteriorarse la confianza, disminuir el crecimiento real, reducirse la inflación de los precios de consumo y descender los precios al por mayor, había una situación de debilidad a principios de 1999, lo que llevó a temer que pudieran surgir presiones deflacionarias. Aunque la situación económica inducía a pensar que era necesario suavizar la política monetaria, las presiones políticas ejercidas sobre el Eurosistema para que bajara los tipos de interés desembocaron en una situación en la que hacerlo podía repercutir negativamente en su credibilidad. Al final, el Eurosistema tomó medidas en abril de 1999 y bajó su tipo oficial 50 puntos básicos, situándolo en un 2,5%, en un intento de fomentar la recuperación.

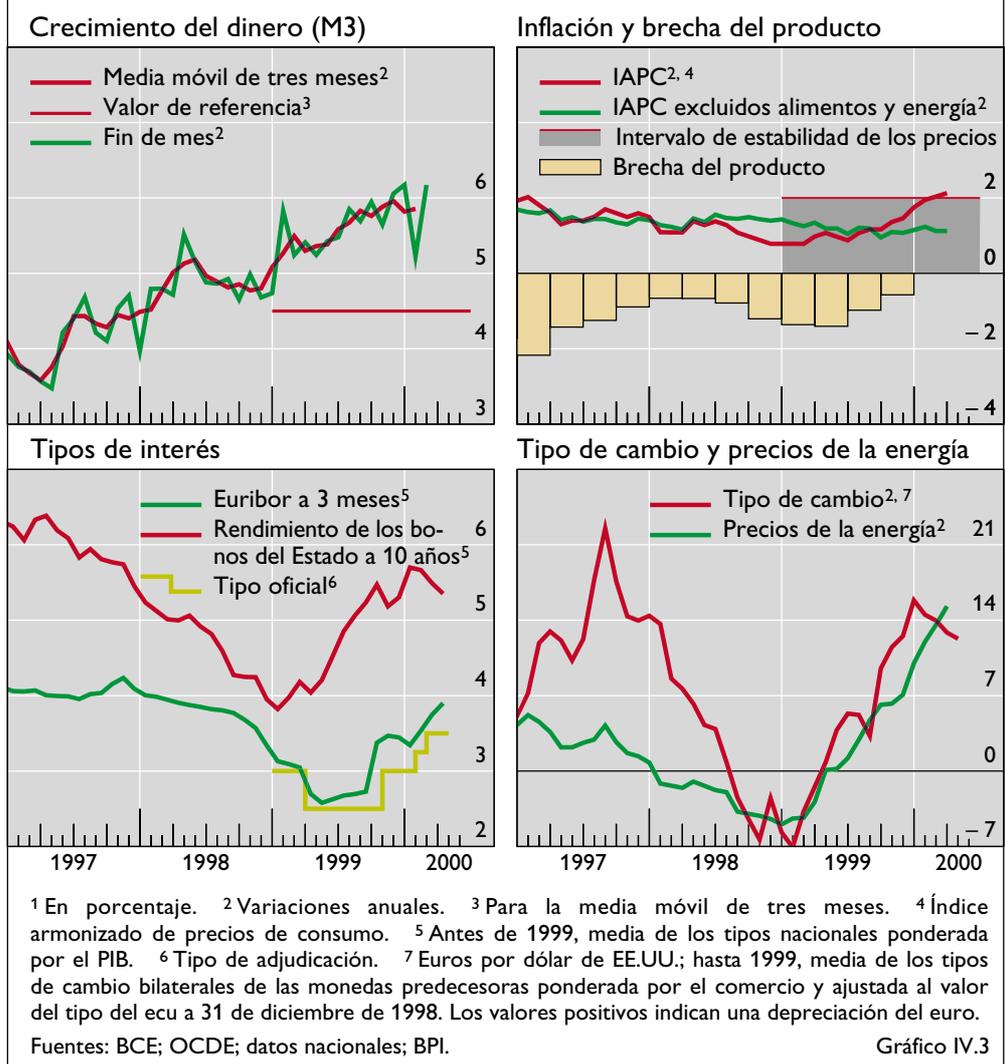
Clima incierto

Esta decisión se tomó en un contexto de señales contradictorias de los dos “pilares” que utiliza el Eurosistema para elaborar la política monetaria: el crecimiento de M3 y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia gama de indicadores económicos. Al presentar su estrategia, el Eurosistema indicó que no reaccionaría automáticamente a las desviaciones del crecimiento del dinero con respecto al valor de referencia, sino que, dado el caso, realizaría nuevos análisis para averiguar si estaba en peligro la estabilidad de los precios. Por lo tanto, aunque el crecimiento de M3 sobrepasó el valor de referencia del 4,5% a principios de 1999, el análisis global de la situación monetaria no mostraba un aumento de las presiones inflacionarias, por lo que se concedió más importancia al segundo pilar en la elaboración de la política monetaria.

Diferentes señales de los dos pilares

Tras la mejora de la situación externa y la depreciación del euro, la actividad económica mejoró gradualmente durante el año. El índice general de inflación, recogido en el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), subió de alrededor de un 1% en el primer trimestre de 1999 a un 2% a principios de 2000, debido a estos acontecimientos y a una brusca subida de los precios de los productos básicos. Aunque el Eurosistema ha definido la

Indicadores económicos de la zona del euro¹



estabilidad de los precios como una inflación inferior al 2%, ha hecho hincapié en que las subidas temporales de los precios que sobrepasen este nivel no deben considerarse incompatibles con la estabilidad de los precios. Por otra parte, la inflación subyacente, calculada excluyendo del IAPC los precios de los alimentos y de la energía, continuó su tendencia decreciente durante el año. Sin embargo, dado que las previsiones indicaron durante el otoño un aumento del riesgo de inflación, entre noviembre de 1999 y abril de 2000 el Eurosistema subió en repetidas ocasiones su tipo oficial 125 puntos básicos en total, situándolo en un 3,75%, lo que redujo el grado de acomodación de la política monetaria. Estas decisiones se tomaron en función de la información procedente de ambos pilares y a la luz de la continua depreciación del euro, que podía poner en peligro la estabilidad de los precios a través de su repercusión en los precios de importación.

Credibilidad y transparencia

Podría decirse que la prueba más importante del Eurosistema el año pasado fue demostrar su compromiso de mantener la estabilidad de los precios y su

capacidad para lograrlo en un entorno en permanente transformación. Aunque la claridad de su mandato y el grado de independencia concedido por el Tratado de Maastricht tenían por objeto facilitar este proceso, la gestión de la política monetaria para alcanzar dicho objetivo resultó complicada. Uno de los problemas consistía en que apenas había precedentes históricos de que a un banco central se le encomendara de repente la gestión de la política monetaria de una zona de grandes dimensiones, sujeta a rápidos cambios y económicamente diversa. Por otra parte, la llegada del euro introdujo un profundo cambio en el marco económico de cada uno de los países miembros y provocó cambios estructurales cuya importancia es desconocida. Era inevitable, pues, que el mecanismo de transmisión monetaria de la zona del euro se entendiera mal durante algún tiempo.

Modificación del mecanismo de transmisión monetaria ...

Otra fuente de incertidumbre está relacionada con el marco de la política monetaria. Apenas existen dudas de que los componentes fundamentales de este marco —la clara declaración de que la estabilidad de los precios es el objetivo primordial de la política monetaria y una definición numérica para que sea operativa— se comprendían perfectamente y gozaban de un firme respaldo del público. No obstante, parece que la utilización de dos pilares ha sido más difícil de explicar. Al ser uno de ellos un valor de referencia numérico del crecimiento de M3, en algunos círculos se pensó erróneamente que el marco equivalía a la fijación de objetivos monetarios, a pesar de las aclaraciones del Eurosistema en sentido contrario. Aunque las indicaciones transmitidas por los dos pilares deberían tener normalmente las mismas implicaciones para la política monetaria, en varias ocasiones fueron contradictorias, lo que restó transparencia a las decisiones de política monetaria. Por otra parte, las acusadas variaciones del tipo de cambio plantearon también cuestiones de credibilidad, a pesar de las repetidas declaraciones del Eurosistema de que el tipo de cambio sólo entra en el marco de la política monetaria a través de su repercusión en el conjunto de indicadores utilizado para analizar la inflación. El Eurosistema deberá aclarar una y otra vez la importancia relativa de los dos pilares hasta que haya acumulado un considerable historial de estabilidad de los precios.

... que complica el marco de la política monetaria

Información potencialmente contradictoria

El Eurosistema, como nuevo banco central, suscitó un interés comprensible, aunque a veces quizá excesivo. La adopción de determinadas prácticas, incluidas las relativas a la transparencia y a los métodos abiertos de comunicación con los mercados financieros, que en algunos aspectos van incluso más allá de las de otros respetados bancos centrales, ha pasado desapercibida o ha provocado un sorprendente grado de controversia. Por ejemplo, no siempre se ha apreciado en su justa medida el hecho de que, aun cuando muchos bancos centrales publican un profundo análisis de los acontecimientos económicos trimestralmente, el Eurosistema publica un análisis mensual. De igual modo, se ha prestado poca atención al hecho de que, a diferencia de la Reserva Federal y del Banco de Japón, el Eurosistema ha adoptado públicamente una definición numérica de la estabilidad de los precios.

Atención más vigilante del público

Las declaraciones aparentemente contradictorias de algunos miembros del Consejo de Gobernadores, e incluso de políticos elegidos, sobre los

Necesidad de que haya una sola voz

niveles adecuados de los tipos de interés y de los tipos de cambio no han contribuido a que el público comprenda la gestión de la política monetaria del Eurosistema. Aunque es deseable que los que tienen encomendada la tarea de fijar los tipos de interés expongan públicamente sus opiniones sobre la situación económica y sobre el mecanismo de transmisión, es posible que los comentarios malinterpretados como una indicación de las intenciones inmediatas de la política monetaria hayan aumentado la incertidumbre en lugar de reducirla.

No se publican las actas y los resultados de las votaciones ...

A lo largo del año, la decisión del Eurosistema de hacer públicas las actas detalladas de las reuniones del Consejo de Gobernadores, incluidos los resultados de las votaciones, fue objeto de bastantes críticas. Aunque todo el mundo coincide en que la claridad es fundamental para la eficacia de la política monetaria, la transparencia tiene muchas dimensiones. Aun cuando los bancos centrales han fomentado la claridad sobre sus objetivos, sus instrumentos, sus procedimientos para tomar decisiones, sus decisiones relacionadas con la política monetaria y las principales razones para tomarlas, todavía son muchos los que no publican las actas y los resultados de las votaciones. Una de las razones es la idea de que de esa manera se puede mantener la política monetaria alejada del proceso político, lo que puede reforzar la independencia del banco central y reducir las posibilidades de interferencias políticas en la elaboración de la política monetaria. El respaldo de la política monetaria por parte del público también es fundamental para su eficacia. Si se fomenta el reconocimiento de la política monetaria como una cuestión técnica gestionada de una manera apolítica, es más fácil lograr ese respaldo. Estas consideraciones pueden ser especialmente importantes en el caso del Eurosistema, que se enfrenta a un entorno político excepcionalmente complejo, en el que la revelación de las posturas de los representantes nacionales por medio de la publicación de las actas y de los resultados de las votaciones podría exponerlos a las presiones de los grupos de intereses nacionales.

... en un complejo entorno político

Publicación de las predicciones

El Eurosistema también ha sido criticado por no publicar sus predicciones de la inflación. Aunque ha declarado su intención de hacerlo, tanto los bancos centrales que pertenecen a la zona del euro como los no pertenecientes se preguntan cuál es la mejor manera de proceder. Una de las cuestiones se refiere a la “propiedad” de las predicciones. Para que éstas se consideren representativas de las opiniones de los miembros del grupo que elabora la política monetaria, es esencial que participen plenamente en su preparación. Por razones geográficas, eso será difícil en el caso del Eurosistema, ya que la mayoría de los miembros del Consejo de Gobernadores reside en su país de origen. Una alternativa sería que el personal del Eurosistema realizara proyecciones a las que, si quisieran, pudieran recurrir los responsables de la política monetaria para fijar los tipos. En este caso, la publicación de una predicción no mejoraría necesariamente la transparencia sobre los factores que influyen en las decisiones de política. La publicación de predicciones también plantearía problemas si influyeran negativamente en los procesos

“Propiedad” de las predicciones

económicos; por ejemplo, las predicciones del crecimiento de los salarios podrían convertirse en un mínimo en las negociaciones centralizadas.

Otra cuestión se halla en saber cuál es la forma mejor de hacer públicas las predicciones. El quid del problema está en que las predicciones normalmente parten del supuesto de que los tipos oficiales se mantienen constantes durante el periodo de la proyección, y sus predicciones de la senda de la inflación y la producción pueden no ser deseables. Podrían constituir, pues, la base de las futuras variaciones de los tipos de interés que influirían en la situación económica, lo que podría hacer que las predicciones fueran internamente incoherentes. Aunque éstas podrían basarse en las respuestas endógenas de la política monetaria, dejarían de ser pertinentes en el caso de la inflación, ya que siempre estarían de acuerdo con lo previsto en el horizonte fijado por el banco central para alcanzar sus objetivos. El público se interesaría por la evolución de los tipos oficiales contenida implícitamente en las predicciones. Sin embargo, los bancos centrales pueden no estar dispuestos a publicar proyecciones de los tipos de interés futuros a corto plazo, ya que corren el riesgo de que cualquier desviación de los tipos oficiales con respecto al nivel predicho, aunque sea causada por nueva información, se interprete como un artificio del banco central y dañe su credibilidad. Por último, la información sobre la senda esperada de los tipos de interés no tiene por qué ser necesariamente útil para el público, a menos que se especifique para empezar cómo se determinan los tipos de interés a corto plazo. Es esencial conocer la función de reacción de las autoridades para saber cuáles son las implicaciones de la nueva información para los instrumentos de la política monetaria.

Complejidad de la comunicación

Países que tienen un objetivo de inflación

Durante la primera mitad de la década de 1990, varios países industrializados adoptaron objetivos explícitos de inflación; entre ellos, Nueva Zelandia, Canadá, el Reino Unido, Suecia y Australia. El año pasado, Suiza adoptó una estrategia similar, basada en una amplia gama de indicadores, para conseguir la estabilidad de los precios definida en función de las predicciones de la inflación. Las economías de mercado emergentes también tienden a adoptar estrategias basadas en objetivos explícitos de inflación; entre ellas se encuentran las de Brasil, Polonia, la República Checa y Sudáfrica, países que han anunciado recientemente objetivos de ese tipo.

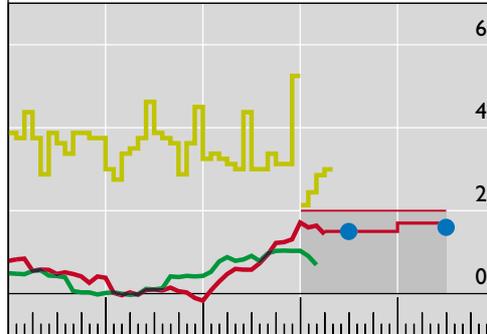
En los países industrializados que tienen un objetivo de inflación, los tipos oficiales bajaron en general en 1998 y a principios de 1999, debido principalmente a que la inflación descendió hasta situarse cerca del extremo inferior de la banda fijada como objetivo a causa de la desaceleración del crecimiento mundial y de los considerables descensos de los precios de los productos básicos. En cambio, a medida que transcurría el tiempo, el crecimiento mundial se recuperó, los precios del petróleo subieron vertiginosamente y los de otras materias primas se estabilizaron o subieron levemente, por lo que se endureció la política monetaria en estos países.

Endurecimiento general de la política monetaria

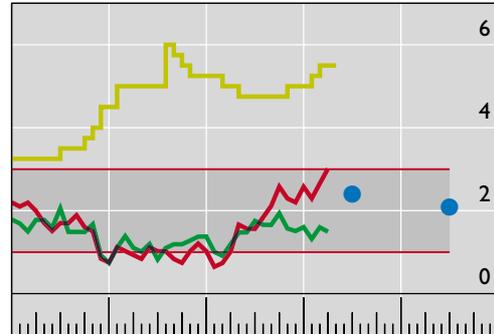
Inflación y tipos oficiales en los países que tienen un objetivo de inflación¹

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

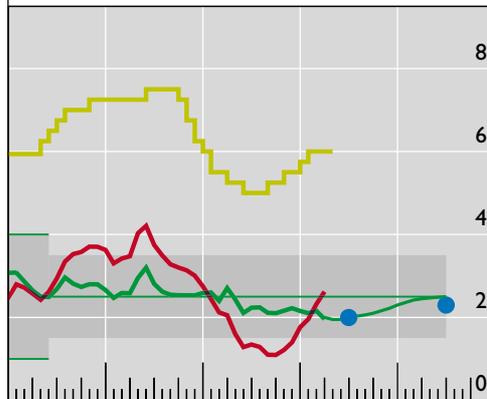
Suiza



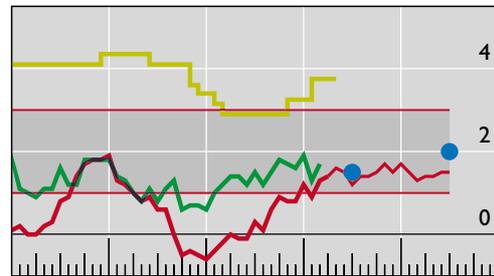
Canadá



Reino Unido



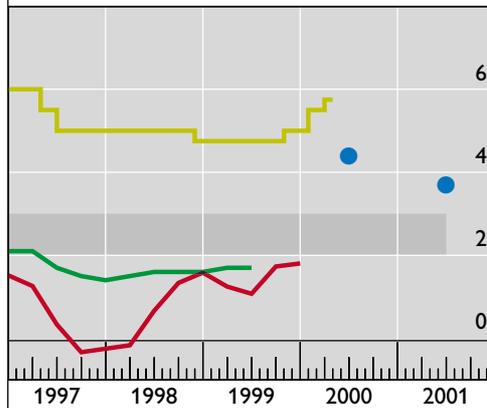
Suecia



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. Canadá, Suecia, Australia (desde octubre de 1998) y Nueva Zelanda (desde 2000): 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 Suiza y Canadá: IPC, excluidos los precios de los alimentos y de la energía (en el caso de Canadá, excluidos también los impuestos indirectos); Reino Unido: índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios; Suecia: IPC, excluidos los impuestos indirectos, las subvenciones y los gastos en intereses hipotecarios; Australia: IPC, excluidos 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, excluidos los servicios crediticios. ³ Del IPC anual o, en el caso del Reino Unido y Nueva Zelanda, la inflación subyacente; encuestas realizadas en abril de 2000. ⁴ Suiza: Libor a tres meses (el rango objetivo se fija en 50 puntos básicos por encima y por debajo del Libor); antes de 2000, tipo Lombard; Canadá: límite superior del rango de control de la inflación; 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.

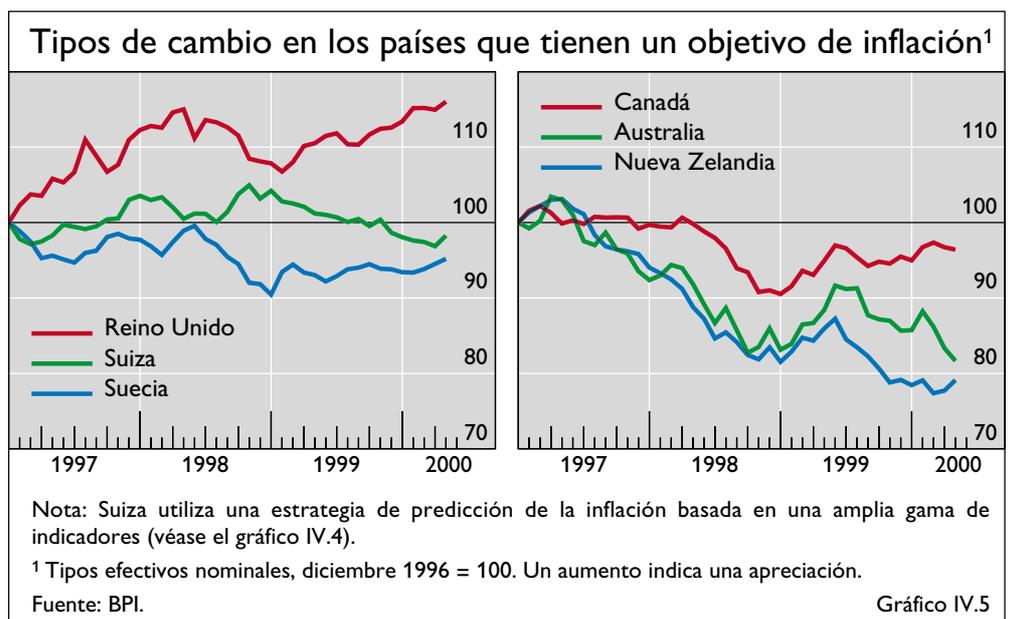
Gráfico IV.4

Dados los enormes aumentos que experimentó el crecimiento de la productividad en Estados Unidos, los países industrializados que tienen un objetivo de inflación se preguntaron si podrían conseguir pronto un incremento parecido, lo que reduciría la necesidad de subir los tipos oficiales tanto como podría parecer justificado hacerlo en caso contrario. En todas estas economías, la relación precio/beneficios de las acciones alcanzó máximos históricos, en consonancia con los mayores incrementos esperados de la productividad. Sin embargo, aunque el crecimiento de la productividad del trabajo fue diferente en los distintos países que tenían un objetivo de inflación, en conjunto los aumentos elevados no duraron mucho. De hecho, los incrementos de la productividad sólo fueron, en general, algo superiores a la media. La intensificación del capital en Estados Unidos, que posiblemente contribuyó a los aumentos de la productividad medidos, se produjo a un ritmo mucho más rápido que en otros países.

La productividad todavía no ha experimentado un gran incremento

El Banco de Canadá elevó su tipo oficial tres veces durante el periodo examinado, después de una serie de reducciones que terminaron en mayo de 1999. Aunque las modificaciones del tipo en noviembre de 1999 y en los primeros meses de este año se llevaron a cabo tras las subidas de Estados Unidos, continuó existiendo una diferencia negativa entre el tipo de interés de Canadá y el de Estados Unidos. Aun así, el dólar canadiense se mantuvo estable, debido en parte a la subida de los precios de las materias primas, lo que permitió al Banco de Canadá centrar la atención en otras fuerzas inflacionarias. En particular, se consideró que la economía había alcanzado su nivel potencial de acuerdo con una amplia variedad de indicadores, entre los cuales se encontraban la demanda interna y la tasa de desempleo. Confirmando esta consideración, tanto la inflación general como la subyacente aumentaron, situándose esta última en un nivel algo inferior al punto medio (2%) de la banda fijada como objetivo por el banco central. Este leve repunte de la inflación, unido a la elevada demanda y a los posibles efectos-difusión inflacionarios procedentes de Estados Unidos, llevó al Banco de Canadá a subir los tipos.

Canadá



En el Reino Unido, la economía real estuvo débil a comienzos de 1999 y la inflación subyacente continuó siendo inferior al objetivo, lo que llevó al Banco de Inglaterra a seguir suavizando la política monetaria hasta junio. Sin embargo, en septiembre de 1999 se observó un brusco cambio de sentido de la actividad económica. El crecimiento de la producción fue superior a su media a largo plazo de alrededor del 2,5%, y uno de los principales indicadores del desempleo descendió a su nivel más bajo en los últimos 20 años, lo que era indicativo de las crecientes presiones sobre la capacidad de la economía. Sin embargo, la libra esterlina se apreció gradualmente durante el año, lo que supuso un cierto alivio al reducir los precios de importación. En conjunto, la inflación subyacente continuó por debajo del objetivo del 2,5%, aunque según la predicción realizada por el banco central a finales del verano de 1999, aumentaría en 2000 y en 2001. Estas consideraciones provocaron un cambio de orientación en septiembre de 1999, y el tipo de recompra se subió gradualmente hasta un 6%. Entonces se predijo que la inflación retornaría poco a poco al objetivo en el año 2001, siempre y cuando se mantuviera este tipo más alto.

Otra explicación de las subidas del tipo de recompra podría ser la preocupación del Comité de Política Monetaria (CPM) por los precios de los activos. La relación precio/dividendo alcanzó un máximo histórico y los precios de la propiedad inmobiliaria subieron vertiginosamente en 1999. Por ejemplo, según la encuesta de Halifax sobre la vivienda, los precios ya estaban subiendo a una tasa anual cercana al 10% a finales del verano. A diferencia de Estados Unidos, en el Reino Unido no existían indicios tranquilizadores para las autoridades económicas de un crecimiento imprevisto de la productividad que redujera las futuras presiones inflacionarias.

Dos grandes fuentes de incertidumbre sobre las perspectivas de la inflación en el Reino Unido fueron el sentido probable de las futuras variaciones del tipo de cambio y el posible aumento del grado de competencia interna. Predicciones que asumían que el tipo de cambio evolucionaría de acuerdo con los diferenciales de los tipos de interés, anticipaban que en un plazo de dos años la inflación sería más de medio punto porcentual mayor que la predicción de la inflación suponiendo que el tipo de cambio no variara (es decir, un modelo de *random walk*). Aunque ambos modelos de predicción tienen su justificación, ninguno de los dos es muy confiable. La segunda fuente de incertidumbre residía en si el grado de competencia interna al que se enfrentaban las empresas había experimentado un acusado aumento recientemente. En caso afirmativo, era posible que la economía del Reino Unido se hubiera beneficiado de una reducción excepcional de las presiones inflacionarias.

En Suecia, la inflación también aumentó a finales de 1999 y provocó una subida del tipo de recompra, el primer cambio de política desde la serie de reducciones que concluyeron en marzo de 1999. De hecho, según las predicciones para el año 2001, la inflación traspasará el objetivo del 2% a causa de la elevada demanda interna y el aumento de los precios de importación. A pesar de las subidas del tipo de recompra y de la estabilidad de la corona, la aceleración del crecimiento mundial provocó una revisión al alza de las

perspectivas de crecimiento interno, que se esperaba que aumentaran la producción por encima del nivel potencial en el año 2001.

El dólar australiano y el dólar neozelandés se mantuvieron relativamente estables en 1999, después de un año en el que los descensos de los precios de los productos básicos provocaron una brusca depreciación de ambas monedas. Esto llevó a las autoridades económicas de los dos países a centrar la atención principalmente en otros factores que afectan a la inflación y que durante la mayor parte del periodo se consideraron moderados. No obstante, el Banco de la Reserva de Australia creyó necesario subir los tipos en noviembre de 1999 y de nuevo a principios del año 2000, por las mismas razones que en Canadá, el Reino Unido y Suecia: la demanda interna inesperadamente alta y el crecimiento mundial imprevisto. El aumento repentino de la demanda interna se vio apoyado en parte por los efectos-riqueza resultantes sobre todo de las grandes subidas de los precios de las viviendas en Australia. Se esperaba, pues, que el índice de precios de consumo se situara a mediados de 2000 en la mitad superior de la banda fijada como objetivo.

Australia

En Nueva Zelanda, el Banco de la Reserva no modificó el tipo al contado oficial durante la mayor parte de 1999. Se consideró que esta política era coherente con las predicciones según las cuales la inflación se mantendría en el objetivo, al tiempo que la demanda crecería alrededor de un 3%, de tal manera que la producción aumentaría y se acercaría al nivel potencial. En noviembre, el Banco de la Reserva subió los tipos medio punto porcentual, como respuesta al elevado crecimiento del segundo semestre y a la depreciación de la moneda, que había suavizado algo las condiciones monetarias. A principios del año 2000, persistían los indicios de que la economía empezaba a recalentarse, lo que llevó a subir de nuevo los tipos.

Nueva Zelanda

Aunque las principales aspiraciones de una estrategia basada en un objetivo de inflación son una inflación baja y estable, no se descarta la estabilización a corto plazo de otras variables económicas. De hecho, en diciembre de 1999, el Tesoro de Nueva Zelanda y el Banco de la Reserva firmaron un nuevo acuerdo sobre objetivos de la política monetaria, que recoge formalmente los objetivos secundarios de evitar las fluctuaciones innecesarias de corto plazo de la producción, de los tipos de interés y del tipo de cambio, pero de tal forma que no se entre en conflicto con la estrategia bien establecida de objetivos de inflación a más largo plazo. En principio, el nuevo acuerdo sirve para dar relativamente más peso a estas variables que a la inflación en los objetivos de estabilización a corto plazo. Sin embargo, es difícil saber qué repercusión directa tendrá esta modificación en la forma en que se gestiona la política monetaria en la práctica, ya que existen razones para creer que el Banco de la Reserva ha tratado en el pasado de evitar las variaciones “innecesariamente” grandes de estas variables.

El Banco Nacional Suizo anunció durante 1999 la adopción de una nueva estrategia basada en sus predicciones de la inflación. En este nuevo marco, a finales de año se publican las predicciones de la inflación para los tres siguientes y se ajusta la política monetaria en consecuencia. Históricamente, el banco central ha utilizado objetivos monetarios intermedios en la gestión de la política monetaria, mientras que en el nuevo sistema se basa en toda una

Nueva estrategia de política en Suiza

variedad de indicadores de la inflación. Una cuestión que no queda clara es la respuesta de la política monetaria a las variaciones del franco frente al euro. Debe señalarse que, aunque el franco sufrió considerables apreciaciones y depreciaciones a principios de los años 90, en 1999 las fluctuaciones de la moneda se mantuvieron en una estrecha banda (véase el capítulo V).

Definición de la estabilidad de los precios

Junto a esta nueva estrategia, se definió explícitamente la estabilidad de los precios como una subida del IPC inferior al 2%. Esta definición es comparable a la interpretación de la estabilidad de los precios del Eurosistema, y su nivel es similar al de los países que tienen objetivos explícitos de inflación. Por otra parte, el Banco Nacional Suizo cambió la manera en que se aplicaba la política monetaria con el fin de aumentar la transparencia de sus operaciones. Su principal instrumento es una banda para el Libor en francos suizos a tres meses, en lugar de la tasa de crecimiento de la base monetaria.

Política monetaria e incertidumbre

Aumenta la insistencia en la incertidumbre

La incertidumbre es intrínseca al clima económico, y los bancos centrales han subrayado cada vez más las limitaciones que impone a la hora de elaborar y gestionar la política monetaria, conscientes de la importancia de distinguir entre las diferentes fuentes de incertidumbre.

Fuentes de incertidumbre

Incertidumbre sobre la estructura de la economía ...

La incertidumbre procede de muy diversas fuentes. La más evidente es la estructura de la economía. Por ejemplo, el año pasado existía un considerable grado de incertidumbre sobre la capacidad del Banco de Japón para influir en los tipos de interés más allá del segmento a corto plazo de la curva de rendimientos. Pero incluso cuando existe un amplio acuerdo sobre la estructura de la economía, puede haber una considerable incertidumbre sobre la fuerza cuantitativa exacta de las diferentes relaciones. Por ejemplo, en las economías relativamente cerradas, como las de Estados Unidos o la zona del euro, evaluar el grado de actividad de la economía y su repercusión en la inflación constituye una parte fundamental de la formulación de la política monetaria. Sin embargo, las estimaciones de esta relación, conocidas normalmente como curva de Phillips, suelen ser imprecisas y tienden a variar con el paso del tiempo.

... las estimaciones de los parámetros ...

El gráfico IV.6 muestra las estimaciones de distribuciones de probabilidades del impacto de las brechas del producto en la inflación basadas en datos de Estados Unidos y de Japón y de datos sintéticos de la zona del euro. Aunque el gráfico no tiene en cuenta la importante cuestión de cómo estimar las brechas del producto y sólo debe considerarse ilustrativo, proporciona una idea de los problemas antedichos. En particular, el hecho de que las distribuciones sean tan amplias implica que la repercusión de las brechas del producto en la inflación es incierta. Por ejemplo, aunque en los tres casos un PIB un 1% superior al potencial se acompaña de un aumento de la inflación de unos 0,6 puntos porcentuales (véase también el capítulo II), las estimaciones correspondientes a Estados Unidos y a la zona del euro inducen a pensar que la repercusión puede ir desde 0,25 puntos porcentuales hasta 1. En Japón,

Distribuciones de las estimaciones de la pendiente de la curva de Phillips

Estados Unidos

Periodo de estimación:

- 1973–99
- 1973–89
- 1973–82

Japón

Zona del euro

Nota: El gráfico muestra aproximaciones normales de las distribuciones de los estimadores del coeficiente β en regresiones de la forma $\Delta\pi = \beta \text{ Brecha} + \varepsilon$, donde π es la tasa de inflación (IPC), *Brecha* es la brecha del producto y ε es un término de error. Todos los datos son anuales.

Fuentes: OCDE; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico IV.6

ésta es aún más incierta: podría ser insignificante o considerablemente mayor que en las otras dos economías. Por otra parte, que el punto máximo de la distribución se desplace a medida que se alarga el periodo muestral parece indicar que la relación económica varía con el paso del tiempo quizá de una manera impredecible.

El hecho de que muchas variables macroeconómicas importantes, en particular las expectativas, no puedan observarse también genera incertidumbre. Sin embargo, las expectativas desempeñan un papel fundamental en la determinación de los precios de los activos, incluidos los tipos de cambio y los rendimientos de los bonos, así como en la fijación de los precios de los bienes y de los servicios. Esta imposibilidad de observarlas dificulta la determinación de las causas por las que varían los precios de los activos y, en términos más

... las variables que no pueden observarse ...

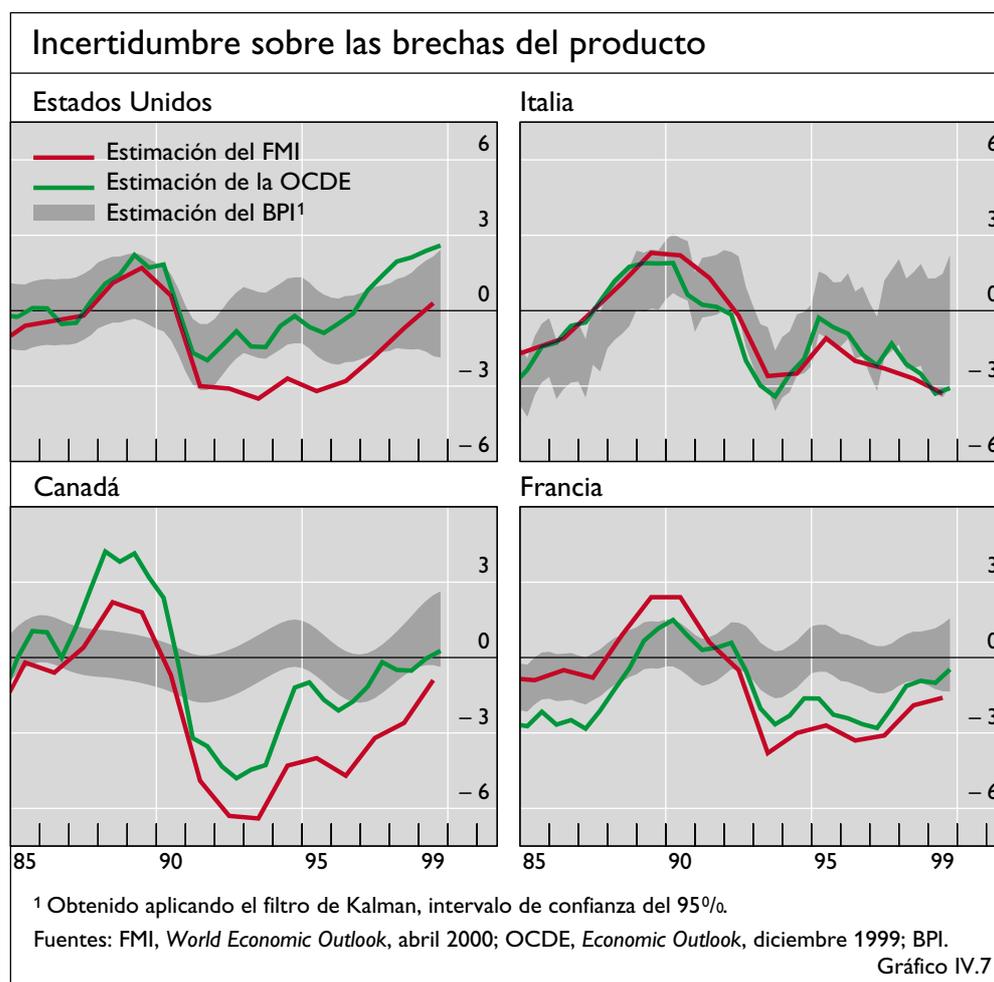
generales, la determinación de la repercusión de las medidas económicas en las variables económicas de interés.

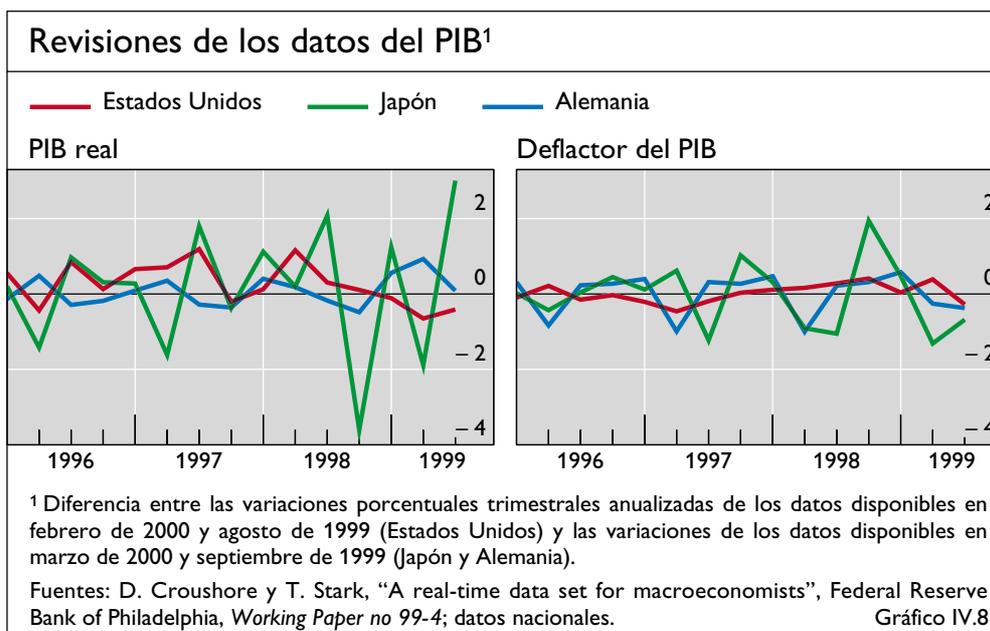
Otro ejemplo de las dificultades de las autoridades económicas cuando se trata de series económicas no observables es la comparación de los indicadores de la brecha del producto. Esta variable no puede observarse, pero generalmente desempeña un papel fundamental en la evaluación de las presiones inflacionarias. El gráfico IV.7 muestra tres estimaciones de la brecha del producto de cuatro países, entre las cuales a veces existen grandes discrepancias. El hecho de que, a menudo, en un intervalo de confianza del 95% en torno a una determinada estimación no se encuentren otras estimaciones demuestra, una vez más, el grado de incertidumbre.

... y los datos

Otra fuente de incertidumbre son los datos. Tras la publicación de datos preliminares, muchas series temporales económicas se revisan, a veces frecuentemente, a la luz de los nuevos datos que van apareciendo, de los cambios de los factores de ajuste estacionales y de la redefinición de las variables. La reciente adopción en muchos países de nuevos métodos de elaboración de la contabilidad nacional ha introducido en algunos casos considerables cambios en el PIB real y en sus componentes.

Para mostrar hasta qué punto tienen que enfrentar las autoridades las revisiones de los datos, el gráfico IV.8 ilustra las diferencias entre las cifras del PIB calculadas recientemente y las obtenidas seis meses antes. Como puede





verse, los valores del crecimiento trimestral del PIB real publicados llegaron a variar 3,6 puntos porcentuales (tasa anualizada) durante este breve periodo. En estas muestras, los datos del PIB real de Japón fueron los que sufrieron mayores revisiones, pero los de Estados Unidos y Alemania también cambiaron significativamente. Una revisión del PIB de esta magnitud puede complicar, por ejemplo, el uso de los valores recién publicados de la brecha del producto para tomar decisiones de política monetaria.

Implicaciones para la comunicación de las decisiones de política

Los bancos centrales han resaltado en los últimos años el grado de incertidumbre que rodea a la elaboración de la política monetaria. Por ejemplo, para definir sus objetivos, están teniendo más en cuenta las limitaciones que impone la incertidumbre. Así, el Eurosistema, al definir la estabilidad de los precios como una inflación inferior a un 2%, reconoció explícitamente la incertidumbre que crean los errores de medición del IAPC. Por otra parte, numerosos bancos centrales que tienen un objetivo explícito de inflación lo expresan en forma de rango, y muchos lo hacen por medio de un indicador de la inflación subyacente, menos sujeta a variaciones impredecibles. Asimismo, para transmitir sus opiniones sobre el futuro rumbo de la economía, algunos bancos centrales han comenzado a publicar distribuciones de probabilidades estimadas de la inflación y del PIB real esperados. Al restar importancia a las predicciones exactas o incluso al no facilitarlas, se puede comunicar al público el grado de incertidumbre. Por otra parte, algunos han optado por publicar las actas de los debates, a pesar de otros problemas antes señalados, debido en parte a que sirven para describir las dificultades de las autoridades económicas para interpretar la situación económica y las perspectivas a corto plazo.

En la comunicación con el público sobre cuestiones relacionadas con la política monetaria, son varios los factores que han contribuido a que se subrayaran las implicaciones de la incertidumbre. Uno de ellos es el aumento del énfasis en la transparencia y en la responsabilidad (*accountability*) de los

Rangos para los objetivos ...

... y predicciones

El énfasis en la transparencia ...

bancos centrales. Cuanto más abierta es la gestión de la política monetaria, más importancia tiene que los bancos centrales reconozcan las limitaciones con que se encuentran, ya que, de lo contrario, podrían ser objeto de críticas injustificadas, que podrían dañar su credibilidad. La práctica cada vez más frecuente de definir numéricamente la estabilidad de los precios y de adoptarla como objetivo primordial de la política monetaria, ha hecho que sea vital para los bancos centrales poder explicar las razones de no poder cumplir este objetivo. En segundo lugar, al abandonar los bancos centrales los objetivos intermedios, como los agregados monetarios y los tipos de cambio, la política monetaria se elabora considerando una amplia variedad de indicadores y pensando más en el futuro, para lo cual las predicciones desempeñan un papel fundamental. Dado que estas predicciones son inherentemente imprecisas y sus riesgos suelen ser asimétricos, la incertidumbre ha pasado lógicamente a ocupar un primer plano en los debates sobre la política monetaria y en la comunicación de las decisiones al público. En tercer lugar, como demuestran los ejemplos antes citados, existe considerable incertidumbre sobre muchos elementos de relaciones económicas clave, como la curva de Phillips. De hecho, las medidas de incertidumbre presentadas mediante estos ejemplos subestiman la medida real de incertidumbre que enfrentan las autoridades, pues dan por supuesto que la estructura de la economía se mantiene estable. El cambio estructural debido, por ejemplo, a la liberalización financiera o a las innovaciones tecnológicas que elevan la productividad en el sector de alta tecnología contribuye aún más a crear incertidumbre. Por último, dada la considerable incertidumbre sobre el nivel apropiado de los precios de los activos, sobre sus respuestas a las variaciones de los tipos de interés y sobre otras medidas de política y su posible repercusión en la situación económica general, podría decirse que en los últimos años han aumentado las dificultades de los bancos centrales para realizar predicciones.

... la importancia fundamental de las predicciones ...

... el cambio estructural ...

... y el papel de los precios de los activos