

Logros y retos de la política monetaria

Raimundo Ortega

1. Introducción

La política monetaria responde hoy en día a un patrón que si bien acoge escalas de prioridades ligeramente diferentes en sus objetivos y márgenes más o menos flexibles en su instrumentación, puede definirse mediante unos rasgos compartidos que serían los siguientes:

— Un objetivo prioritario cual es el mantenimiento de una tasa de inflación en un nivel positivo bajo.

— La utilización de un tipo de interés a corto plazo sobre el cual el banco central mantiene una influencia directa como instrumento básico para lograr el objetivo establecido.

— El uso de un modelo con funciones relativamente sencillas para prever la tasa de inflación, modelo que puede incluir en ciertos casos una función objetivo en la cual tienen cabida no sólo las desviaciones de la tasa efectiva de inflación respecto a su tasa objetivo si no también las desviaciones ya del producto ya de la tasa de paro en relación a sus valores de equilibrio.

— El convencimiento de que el cumplimiento de los objetivos de inflación establecidos genera en los mercados y en los agentes económicos las expectativas adecuadas para, a su vez, reforzar la eficacia de las medidas adoptadas por la autoridad monetaria.

— La existencia de un marco institucional en cuyo diseño es pieza esencial la concesión a los bancos centrales de un grado amplísimo de autonomía respecto a los gobiernos y la fijación mediante las correspondientes normas

legales de su obligación de conseguir y mantener la estabilidad de precios como objetivo primordial. Y puesto que casi sin excepción este esquema de política monetaria es el característico de los regímenes políticos democráticos, el banco central está obligado a mantener una actitud de máxima transparencia y ello no sólo porque el cumplimiento de sus objetivos —o la consiguiente discusión de su fracaso— permite exigir a la institución la aceptación pública de sus responsabilidades si no, como antes se indicaba, porque de esa forma se potencia la eficacia de la política monetaria en los mercados financieros.

Ahora bien, por muy aceptado que esté el patrón de política monetaria antes descrito existe una amplia discusión —tanto entre los propios banqueros centrales y sus asesores como en el seno del mundo académico— respecto a los puntos clave de lo que al comienzo he calificado como sus cinco “rasgos compartidos”. Esa discusión se ha avivado recientemente con motivo de la retirada de quien durante dieciocho años ha encarnado por excelencia el prototipo de banquero central: me refiero, desde luego, al presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan. Sus éxitos, sus atrevidas decisiones en momentos delicados, sus discutidos enfoques sobre cuestiones esenciales del oficio de banquero central, la probablemente excesiva personalización de una institución tan influyente en la economía estadounidense y por ende en la mundial, han provocado un número más que considerable de artículos de prensa y de estudios especializados que han vuelto a poner de actualidad la puesta en práctica de los aspectos más relevantes resumidos en los citados cinco rasgos.

Por lo tanto, en la segunda parte de este trabajo se intentará pasar revista crítica a las cuestiones a la par más polémicas e influyentes de lo que a comienzos del siglo XXI se entiende por política monetaria.

2. El control de la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria

El abandono del sistema de Breton Woods y las primeras crisis energéticas extendieron el certificado de defunción del activismo keynesiano —una política económica basada fundamentalmente en manejos presupuestarios, políticas de rentas y modificaciones bruscas y a ser posible imprevistas por los mercados del tipo de cambio y del tipo de interés— reapareciendo en escena las doctrinas monetaristas partidarias, entre otras propuestas, de la primacía de la estabilidad de los precios y la autonomía de los bancos centrales para lograr dicho objetivo. Y es significativo que fuese el banco central de la República Federal alemana —país con experiencia relativamente reciente en los efectos de la hiperinflación— el primero en gozar no sólo de un decidido apoyo de la opinión pública pero también de una amplia autonomía institucional para luchar contra la inflación. En 1989 los bancos centrales de Nueva Zelanda y de Suecia recibieron el mandato legal de perseguir la estabilidad de precios como objetivo prioritario de su política, senda que después han ido recorriendo la mayoría de los bancos centrales de los países desarrollados.

¿A qué se debió esa preocupación por la estabilidad de precios? Sencillamente a que ya entonces nadie discutía que las variaciones en los precios agregados originan cambios en los precios relativos de los factores y enturbian las informaciones contenidas en el sistema general de precios al tiempo que las incertidumbres añejas a las oscilaciones en los precios y la dificultad de prever la reacción de las autoridades monetarias propician la aparición de primas de riesgo elevadas destinadas a cubrir los mayores riesgos financieros incurridos. El resultado final es una desviación de recursos desde las inversiones productivas hacia actividades especulativas acrecentándose así el peligro de que el sistema financiero sea incapaz de controlar y asumir los riesgos adicionales derivados de una cartera de activos cuyos titulares ven reducida cada vez más su capacidad de pago. Por último, esos riesgos pueden afectar no sólo al sistema bancario, cuya estabilidad es responsabilidad directa del banco central, sino también al sistema de pagos, canal esencial para la correcta transmisión de los efectos de la política monetaria. Esta debe, en consecuencia, hacer de la estabilidad de los precios el objetivo prioritario de su actuación, tarea pautada por el anuncio periódico de sus propósitos y acorde a un comportamiento sometido a normas conocidas de antemano, de tal modo que los agentes económicos sean capaces de adaptar sus expectativas al comportamiento del banco central en pos de sus objetivos.

Pero dicho esto, se plantean numerosos interrogantes:

a) ¿Debe ser la estabilidad de precios el objetivo único de la política monetaria o resulta conveniente incluir otros como, por ejemplo, las desviaciones del producto y del paro respecto a sus niveles de equilibrios? ¿Por el contrario, cómo deben comportarse los bancos centrales en el caso de que la economía se enfrente a una situación de deflación?

b) ¿Qué índice de precios escoger?

c) ¿Cómo debe reaccionar el banco central a acontecimientos imprevistos tales como los *shocks* de oferta o la aparición de lo que se ha dado en calificar como “burbujas” —ya sean estas financieras o inmobiliarias.

d) ¿El que el objetivo de inflación sea decidido por el Gobierno, confiando al banco central únicamente su instrumentación o, por el contrario, ésta sea una tarea de la cual se responsabilice enteramente el banco implica grados de autonomía diferentes respecto a los poderes políticos?

e) ¿Hasta qué grado de detalle debe el banco central hacer pública su estrategia monetaria y en qué medida y siguiendo qué procedimientos debe ser responsable ante los poderes públicos y la ciudadanía?

Examinemos a continuación las respuestas que se han dado a estas preguntas:

2.1. ¿La inflación como objetivo único de la política monetaria?

Desde finales de la década de los ochenta la mayoría de los bancos centrales de los países desarrollados recibieron mandatos legales señalando como tarea única o prioritaria de su política monetaria la estabilidad de precios. Hay, desde luego, notables excepciones, la más conocida indudablemente es la de la Reserva Federal americana, que ateniéndose a la Federal Reserve Act de 1913 debe manejar su política “para fomentar eficazmente los objetivos de pleno empleo, precios estables y tipos de interés a largo plazo moderados”. Y como este tercer objetivo suele ser consecuencia del segundo, en EE.UU. se suele dar por supuesto que su banco central está sometido a un “mandato dual” que puede resumirse, de acuerdo con Alan Blinder, mediante una función cuadrática de pérdida que penaliza una media ponderada de las desviaciones de la inflación respecto al valor de la misma establecido como objetivo por el banco central y las desviaciones del producto real o de la tasa de paro en relación con sus res-

pectivos valores de “equilibrio” o “natural”. Esta formulación, independiente o conjuntamente con la conocida “regla de Taylor” —en la cual intervienen las desviaciones de la tasa de paro respecto a su tasa “natural” así como las de un índice de precios frente al objetivo de inflación establecido, y un tipo de interés real “neutral”, para estimar el tipo de interés a corto empleado por el banco central como instrumento de su política monetaria—, se utiliza también por Blinder como medio para estimar la tasa “natural” de paro, su evolución respecto a las variaciones en el crecimiento de la productividad y, lo que es más llamativo aún, para identificar episodios claves en la implementación de un determinada política monetaria.

Pero el caso es que, por el contrario, el Tratado de la Unión Económica y Monetaria (UEM) establece que el objetivo primordial del Sistema Europeo de Bancos Centrales es la estabilidad de precios y sólo en la medida en que dicho objetivo no corra peligro, el Banco Central Europeo (BCE) apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad Europea. Es decir, a diferencia de su colega americano, el BCE no está legalmente autorizado a ponderar la importancia relativa de un objetivo dual —estabilidad de precios frente a reducción del “gap” de producción, por mencionar una alternativa— sino que debe respetar una jerarquía clara apoyada en el convencimiento de que, en todo caso, la estabilidad de precios contribuye a reducir las variaciones del producto.

En ese clima general de preocupación por la estabilidad de precios algunas voces han comenzado a pedir que se discuta con detenimiento el caso contrario; a saber, el caracterizado por una inflación baja combinada con crisis económica como la que, después de años, en estos meses está abandonando Japón, la que padeció el Este Asiático en el bienio 1997-1998 o la que estuvo a punto de absorber a la economía americana en la primavera y el verano de 2003, cuando el tipo de interés a corto manejado por la Reserva Federal como instrumento de sus intervenciones estuvo en el 1 por 100 en un contexto de crecimiento muy débil y una tasa de inflación inferior a la establecida como objetivo por el banco central; rasgos que configuraban la posibilidad de entrar en la zona de una trampa de liquidez y por ende en una situación en la cual la política monetaria ve reducida su eficacia prácticamente a la nada. En semejante situación lo más aconsejable es que el banco central manifieste claramente la orientación futura de su política monetaria en un horizonte en el cual haya desaparecido la limitación que supone un tipo de interés nominal muy cercano al 0 por 100.

Además, esas crisis han venido acompañadas de cambios estructurales en grandes países como China o India que han generado *shocks* de oferta positivos en forma de re-

ducciones significativas en numerosos productos manufacturados. Como se mencionará en el apartado c) al comentar *shocks* de oferta como los provocados por los precios del petróleo, si algunos bancos centrales consideran que deben ignorar los efectos iniciales que estos provocan en los precios la pregunta es por qué no desentenderse también de sus objetivos de inflación cuando los precios descienden por mor de otros *shocks* de oferta y modificar una política monetaria que es a todas luces inadecuada para ese nuevo contexto. La segunda consecuencia de esos períodos de deflación, igualmente relevante para la política monetaria orientada prioritariamente a la estabilidad de los precios, es que pueden generarse desequilibrios financieros que eventualmente acaben corrigiéndose tan solo después de un período de estancamiento más o menos prolongado. Ello lleva a aconsejar que los bancos centrales vigilen atentamente una gama más o menos amplia de indicadores en los que, por supuesto, debería incluirse la evolución del crédito, las tasas de ahorro y los precios de algunos activos, elevando los tipos de interés a corto de sus instrumentos monetarios incluso si ello provoca desviaciones respecto a sus objetivos de inflación.

2.2. ¿Qué índice de precios escoger?

Consecuente con sus obligaciones el BCE ha establecido su objetivo de inflación como “inferior pero cercano al 2 por 100” mientras que la Reserva Federal, que no anuncia un objetivo explícito de inflación implícitamente lo cuantifica en los dos últimos años entre el 1,75 y el 2 por 100 —¡por cierto!, en el lustro comprendido entre los años 2001 y 2005, los precios al consumo oscilaron en los EE.UU. entre el 1,6 y el 3,4 por 100 y en la zona euro entre el 2,1 y el 2,3 por 100—. Las cifras, con todo, ocultan paradójicamente una diferencia fundamental a corto plazo cual es que la Reserva Federal se inclina por medir la estabilidad de precios por medio de la inflación subyacente mientras que el BCE se ha decantado por el índice general de precios al consumo. Lo que ello supone es, básicamente, que los responsables monetarios europeos consideran que las variaciones en el precio del petróleo han de ser tenidas en cuenta a la hora de elegir el objetivo de inflación al que encaminar sus instrumentos de control en tanto que sus colegas americanos optan por excluirlas atendiendo a dos razones principales: la escasa o nula influencia, afirman, que la política monetaria puede ejercer sobre los precios del crudo y por estimar que sus oscilaciones acaso impriman una erradicidad perjudicial en las decisiones de política monetaria si se busca controlar el índice general. Innecesario es decir que los responsables del banco central americano —apoyados por algunos de los más brillantes estudiosos de esta cuestión— defienden a pies juntillas aquella postura; por el contrario, a este lado del Atlántico

se argumenta que la tarea del BCE consiste en defender la estabilidad de precios *en general* pues es ese tipo de índice el que influye en el poder de compra de los ciudadanos y en su riqueza.

Pero como ya habrá advertido el lector, el punto clave de la discusión reside en qué consideración merecen los efectos de los *shocks* de oferta —especialmente los derivados de las en buena parte caprichosas oscilaciones en el precio del petróleo— en la generación de los procesos inflacionistas. Si esos efectos van a ser duraderos o transitorios y por ende influir en la inflación que se ha adoptado como objetivo de la política monetaria.

2.3. El análisis de los shocks de oferta y las “burbujas”, y su influencia en la política monetaria

Siguiendo con la cuestión relativa a la elección del indicador más adecuado de inflación —si un índice general de precio, que por tanto incluya los efectos de las variaciones en los componentes más volátiles como los alimentos no elaborados y el petróleo, o un índice más selectivo, del cual hayan sido eliminados por su volatilidad ese tipo de componentes— nos encontramos con dos posturas radicalmente opuestas.

Los europeos comparten la idea de que las perturbaciones producidas por los precios del petróleo —y en menor medida por los alimentos no elaborados, recuérdese el episodio de las “vacas locas” y las alteraciones en los precios de determinados tipos de carne— se traduce en un efecto inicial sobre la inflación que puede desencadenar efectos secundarios, especialmente si están apoyadas en otras circunstancias —sean estas la introducción y la depreciación del euro en el período 1999-2002, o las presiones salariales en el año 2000—. La Reserva Federal, al menos durante el largo mandato de Alan Greenspan, ha considerado que los *shocks* del petróleo constituían influencias temporales que no afectaban a las expectativas inflacionistas a largo plazo. Pero como el propio banco central americano apunta en sus explicaciones el dilema reside en juzgar cuándo una perturbación va a originar o no efectos secundarios en la economía de forma que la política monetaria deba “acomodar” el efecto temporal sobre el producto e incluso aceptar una ligera y transitoria desviación al lazo de la inflación respecto a la tasa objetivo —nada mejor ilustra este dilema que las aparentes vacilaciones del sucesor de Greenspan y sus dudas respecto al curso más adecuado de la política de tipos de interés cuando comienzan, como es el caso actualmente, a advertirse incrementos en los costes salariales y descensos en la productividad.

El BCE por su parte ha explicado reiteradamente por qué no comparte esa óptica y prefiere centrar su atención en las variaciones mostradas por el índice general de precios y por el considerado como subyacente. Resumiendo en pocas palabras una argumentación prolija, los cambios pronunciados experimentados durante los últimos años en los precios relativos en la economía internacional han dado lugar tanto a alzas en los de no pocas materias primas y especialmente en el del petróleo como reducciones en una amplia gama de productos manufacturados; ¿por qué excluir del índice elegido de precios, en este caso el índice de precios subyacente, las oscilaciones —básicamente alcistas— del petróleo y no, también, la estabilidad o el descenso de no pocos productos manufacturados para capturar mejor la tendencia de la inflación? Quizás lo mejor sea reconocer que la evolución a medio plazo de los precios depende no sólo de los indicadores de inflación subyacente sino también de un abanico más amplio de indicadores que, con suerte, ayudarán a precisar la naturaleza de las perturbaciones que condicionan la evolución de la inflación y, en último término, la orientación de la política monetaria.

Otro tipo de perturbación muy diferente pero de plena actualidad es la relativa a los precios de determinados activos que han experimentado en las dos últimas décadas alzas espectaculares y desprovistas de toda relación respecto a su valor real. Me estoy refiriendo, por supuesto, al precio de las acciones y al de las viviendas —las dos famosas “burbujas”, financiera e inmobiliaria, de las que tanto se ha hablado— y la actitud que los bancos centrales deben adoptar respecto a ellas.

En principio, la existencia de esas burbujas no debería ser indiferente al banco central puesto que en sí mismas constituyen un mecanismo de asignación perversa de recursos, inciden en los objetivos de su política monetaria y son un peligro latente para la estabilidad y liquidez de los mercados, amén de generar una amenazadora sombra sobre la capacidad del banco para evitar riesgos financieros. Ahora bien, enunciadas estas advertencias, con las cuales cualquier persona sensata debería estar de acuerdo, hemos de enfrentarnos a las dos cuestiones candentes: ¿cómo y cuándo puede el banco central detectar la existencia de una burbuja y cuantificar la amenaza que supone?; segundo, ¿dispone de instrumentos para “desinflarla” sin poner en peligro otros posibles objetivos de su política? En ambos puntos hay diversidad de opiniones que quizá puedan concretarse de la siguiente forma: los más escépticos subrayan que es muy difícil para el banco central anticiparse al mercado y advertir la formación de la burbuja tal y como antes se ha definido, a lo cual añaden otro inconveniente, relacionado con la posibilidad de equivocarse y calificar como “burbuja” lo que es una simple alza en el precio de unos activos infravalorados en opinión del mercado —el ejemplo

más mencionado para ilustrar esta posibilidad tuvo como escenario la Bolsa de Nueva York en la cual de finales de 1995 a 1998 el índice Dow Jones de valores industriales registró un alza del 77,4 por 100, ¿debió intervenir entonces la Reserva Federal o esperar al nuevo incremento del 36,5 por 100 experimentado entre 1997 y 2000? ¿o si nos limitamos al mercado español, la situación de la economía española, con un crecimiento acumulado que no llegaba al 17 por 100, explicaba el incremento del 137,6 por 100 que el Ibex mostró entre finales de 1994 y 1997?

Para los más preocupados por los peligros derivados de la consolidación de las “burbujas” los bancos centrales no están tan huérfanos como parece en la tarea de detectar su existencia y deben seguir muy de cerca los movimientos de sus precios y la evolución de las magnitudes monetarias y crediticias con objeto de precisar en qué momento y medida aquellos constituyen un riesgo para la estabilidad de los precios a largo plazo —esta podría ser la explicación de la subida del tipo de interés decidida por el BCE a comienzos de agosto de 2006, en una coyuntura en la cual aparentemente no había peligros de tensiones inflacionistas y sin embargo cabía temer que el elevado crecimiento del crédito, combinado con tipos de interés bajos, alimentase las burbujas financieras y sobre todo inmobiliarias que amenazaban la estabilidad financiera de la eurozona.

Semejante decisión nos ofrece una pista para responder a la segunda cuestión antes planteada: ¿tiene el banco central instrumentos a su alcance para desinflar una burbuja sin originar más daños que los que se propone evitar? Lógicamente el grupo de banqueros y académicos escépticos a propósito de la posibilidad de detectar tempranamente la aparición de una burbuja responden con un “no” claro y plantean la siguiente pregunta: ¿una subida del tipo de interés a corto plazo, digamos de 0,50/ 0,75 puntos porcentuales detendría a quienes están convencidos que el precio de unas acciones o el valor de un inmueble se va a duplicar en tres años? ¿Si, por el contrario, la subida del tipo de interés es tan acusada como para desinflar la burbuja, qué efectos ocasionará sobre la actividad económica en general? Lo que se debe hacer, por lo tanto, es dejar que la burbuja estalle espontáneamente y actuar después en el sentido más conveniente para amortiguar sus efectos sobre la economía.

La óptica de instituciones como el BCE es diferente. En casos en los cuales esté claro que las burbujas han creado un contexto financiero peligroso —cabría preguntar a los responsables de la institución radicada en Francfort si hasta el comienzo del verano tenían muchas dudas respecto a la existencia, por ejemplo, de una burbuja inmobiliaria en no pocos países europeos habida cuenta que

el precio de una vivienda media se incrementó entre 1997 y comienzos del año 2006 en casi un 250 por 100 en Irlanda, un 170 por 100 en España y un 120 por 100 en Francia—, el banco central está obligado a endurecer progresivamente su política monetaria en lugar de limitarse a actuar cuando la burbuja ha estallado, entre otras razones porque así confirma ante el mercado que está dispuesto a extender una red que, en última instancia, amortigua los daños ocasionados por el estallido de la burbuja.

2.4. ¿Existen grados de autonomía entre los bancos centrales?

La independencia de los bancos centrales a partir de la segunda mitad de la década de los setenta recibió *a posteriori* la confirmación de varios estudios econométricos que mostraban una correlación negativa entre la inflación media en un período de diez años y una medida —elaborada a partir de las diversas características legales de cada institución— de la independencia del banco central, al tiempo que señalaban la existencia de una correlación positiva significativa entre ese rasgo del banco central y el crecimiento de la economía en cuestión.

No obstante, los acontecimientos transcurrieron más lentamente, entre otras razones porque las autoridades fiscales de numerosos países se resistían a abandonar la fácil vía de financiar el déficit público gracias al expediente de su monetización por el banco central. Por ello, el primer paso en la reforma institucional del banco central y de su política monetaria consistió en elegir como gobernador o presidente de la institución a una personalidad experta y con una visión conservadora que concedía al control de la inflación una importancia superior a la asignada por el resto de la sociedad. Con posterioridad comenzó a establecerse una diferencia más significativa y duradera; a saber, algunos bancos fueron legalmente autorizados a decidir autónomamente el objetivo de la política monetaria que instrumentarían libremente mientras que otros se limitaban a escoger los instrumentos para alcanzar el objetivo fijado unilateralmente por las autoridades políticas o negociado con ellas. El BCE o la Reserva Federal estadounidense se incluyen en el primer grupo en tanto que el Banco de Inglaterra en una primera etapa, el de Canadá o el de Nueva Zelanda forman la vanguardia del segundo, de tal modo que únicamente los primeros pueden considerarse políticamente independientes.

Entre los bancos centrales independientes la mayoría se ha decantado por el control de la estabilidad de precios como objetivo único o prioritario de su política monetaria siendo la Reserva Federal americana la excepción más notable, lo cual pone sobre el tapete la cuestión de

las posibles pérdidas de crecimiento económico que una política antiinflacionista excesivamente rígida pudiera originar. La solución ideal reside, por expresarlo en términos académicos ya empleados en el apartado a) de esta sección, en alcanzar una función de pérdida que combine el objetivo antiinflacionista del banco central con las preferencias de la sociedad a favor de un crecimiento económico sostenido. De acuerdo con ese esquema, los bancos centrales con un objetivo riguroso de inflación deben, empero, conservar la flexibilidad suficiente para que la instrumentación de su política monetaria no imponga oscilaciones excesivas en las variables reales.

2.5. Expectativas, claridad y responsabilidad del banco central

Incluso el observador menos avisado no comete el error de atribuir la efectividad de la política monetaria del banco central a su influencia directa sobre los tipos de interés a corto plazo y a sus consecuencias inmediatas en los mercados monetarios; muy al contrario, los agentes económicos siguen atentamente las decisiones del banco central y sus comunicados por los efectos que aquellas —y la información proporcionado por los segundos— originan en sus expectativas y, por ende, en sus decisiones de gasto. Quiere decirse que importa no tanto el nivel de los tipos a corto como el futuro impacto de las decisiones del banco central sobre los precios de otros mercados financieros y de valores; a su vez, en la medida que quienes en ellos participan asimilan correctamente las intenciones del banco estas serán más efectivas. Resulta pues vital que el público comprenda acertadamente el sentido de la política monetaria y, sobre todo, sus propósitos para el futuro, algo que no es siempre fácil, unas veces porque el banco no acierta a transmitir su mensaje con claridad, otras porque los agentes económicos la interpretan de acuerdo a sus propias conveniencias. En conclusión, ha de tenerse muy presente cómo puede interpretar el público los comunicados del banco central al tiempo que este se acostumbra a entender lo que el banco está diciendo.

Se plantea en toda su trascendencia la cuestión de cuál debe ser la política de comunicación del banco central y hasta qué punto ésta debe ser meridianamente transparente o, por el contrario, deben respetarse ciertos límites que eviten errores de asimilación por el público. A este respecto, hay respuestas para todos los gustos, si bien todas ellas aceptan un doble punto común cual es, primero que, las limitaciones inherentes a los métodos analíticos empleados por los bancos centrales en un contexto incierto a medio y largo plazo suponen que no siempre tienen respuesta a las cuestiones que al público interesan; segundo y ya mencionado anteriormente, que la política de comu-

nicación debe servir para facilitar información útil que ayude a interpretar la actuación del banco central y, en consecuencia, a reducir incertidumbres que no a crearlas.

Si aceptamos que el banco central cuenta con más y mejor información que los agentes del mercado —o que los institutos privados especializados en analizar, por ejemplo, la evolución y ofrecer previsiones de inflación—, el problema se centra en cómo estructurar esa política de comunicación de tal forma que el propósito de transparencia no se limite a ser una consigna vacua sino que se traduzca en una oferta de información periódica y cuantificada. Entramos así en el detalle referente al contenido y la modalidad de la información.

Lo primero que los agentes intentan adivinar es cuál va a ser la política de tipos de interés del banco central. ¿Mantendrá en el nivel vigente los tipos de interés, los subirá o, por el contrario, los reducirá hasta la próxima reunión de su órgano de gobierno o más allá; y en estos dos últimos casos cuál será la cuantía de la variación? Ante tal dilema, lo primero que subrayan los responsables de los bancos centrales es que también ellos se enfrentan a variaciones imprevistas en la evolución de la economía, cambios que probablemente les obliguen a modificar, por ejemplo, la evolución prevista de su instrumento básico de control. Por lo tanto, dar a conocer cuál es la senda de tipos de interés prevista por el banco podría inducir a confusión en el caso de verse obligado a cambiar por efecto de un *shock* exógeno. Ello no debe servir de excusa al banco para dejar de ofrecer en la medida de lo posible una información detallada de sus previsiones respecto a la evolución de su objetivo; es decir, los precios.

Muy probablemente este fue la razón que impulsó la elaboración y posterior publicación de los *Informes* sobre inflación en las que el Banco de Inglaterra y el Banco de España fueron pioneros. Dichos *Informes* pueden entenderse como iniciativas de los bancos centrales para explicar públicamente su compromiso y la estrategia mediante la cual la institución busca alcanzar el objetivo de estabilidad de precios previsto, siempre y cuando no se presenten circunstancias —definidas con mayor o menor precisión— que aconsejen variaciones de rumbo que se anunciarán oportunamente.

De acuerdo con ese esquema, en octubre de 1994 el Gobernador del Banco de España presentó ante la correspondiente Comisión del Congreso de los Diputados el primer informe, titulado "Objetivos e instrumentación de la política monetaria en 1995". En sus primeras líneas se mencionaba la justificación del documento citando la Ley de Autonomía del Banco —Ley 13/ 1994, de 1 de junio—, según la cual éste "... definirá y ejecutará la política monetaria

con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios”, y la correspondiente obligación de publicar, al menos anualmente, “los objetivos generales... que establezca y los procedimientos de instrumentación previstos”, así como de “dar cuenta regularmente a las Cortes Generales y al Gobierno de los objetivos de la política monetaria”, anunciando líneas más abajo que el objetivo de la política monetaria sería “situar de manera gradual y estable la tasa de inflación, medida por el índice de precios al consumo, por debajo del 3 por 100, a lo largo de los próximos años”.

En marzo de 1995 se hacía público el segundo informe, titulado ya “informe sobre la inflación”, estructurado en una parte inicial de “Presentación” e “Introducción y resumen”, seguidas de otras dos más extensas, dedicadas al examen de los “Factores relevantes en el comportamiento de los precios” y “La política monetaria y las perspectivas de inflación”, cerrando el informe sus páginas con un cuidado “Anejo estadístico”. Dicho esquema se mantuvo hasta septiembre de 1998, fecha en la cual el Banco publicó su último informe pues a partir de enero de 1999 la política monetaria única pasaba a ser competencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). En aquella ocasión el Banco se despedía con la satisfacción de haber cumplido con la tarea asignada ya que, afirmaba, a finales de aquel año la tasa de variación interanual del IPC se esperaba estuviese en torno al 2 por 100.

Ahora bien, en el camino hacia la mayor claridad posible, a los bancos centrales les queda un polémico paso que dar: me estoy refiriendo a la publicación del modelo básico y de las proyecciones en las que se sustentan sus objetivos. La mayoría de los banqueros centrales recelan ante la adopción de semejante decisión mientras que algunos académicos —que han dedicado sus esfuerzos a estudiar el comportamiento de los bancos centrales en este campo— urgen a tomar tal decisión, indicando, no obstante, que los bancos pueden y deben reservarse un cierto margen para hacer frente a situaciones imprevistas siempre que adviertan que este o aquel supuesto de su política monetaria no constituye un compromiso inalterable. Y honra a la institución que el Banco de España haya publicado una voluminosa obra —ide nada menos que 638 páginas!— en la cual explica sus métodos de análisis de la economía española como instrumento al servicio de una mayor eficacia de la política monetaria, en este caso de la parte correspondiente a su contribución como miembro del SEBC.

3. Conclusiones

A comienzos del siglo XXI los bancos centrales de los países industrializados tienen como objetivo único o prio-

ritario de su política monetaria el control de la inflación, enlazando de esta forma con una dilatada tradición teórica que ha propugnado siempre un crecimiento estable de la cantidad de dinero como medio para influir en las expectativas de los agentes económicos y en la evolución a corto y medio plazo de los precios. Esa misma escuela recomendaba que estas instituciones renunciasen a todo tipo de actuaciones discrecionales ajustándose a patrones previsibles y públicamente anunciados, lo cual no debía impedirles márgenes de flexibilidad suficientes para responder a acontecimientos imprevistos tales como *shocks* de oferta o desviaciones en los precios de ciertos activos respecto a su valor real en cada momento.

La combinación de esas dos tendencias bajo una política monetaria orientada a mantener la estabilidad de precios puede dar lugar a una situación peligrosa si con ello se fomentan desequilibrios en las tasas de ahorro domésticas y debilidad en el prudente funcionamiento de los diversos mercados financieros, hasta el punto de acercar la liquidez disponible a límites en los cuales el tipo nominal de interés sea prácticamente cero. Cómo debería responder la política monetaria en semejante situación es otra cuestión a la que comienza a prestarse la atención que merece.

El acuerdo sobre los principios generales no ha impedido la existencia de divergencias teóricas respecto a puntos importantes muy variados. Continúa discutiéndose si los bancos centrales han de ceñir su actividad a la consecución de la estabilidad de precios —aun cuando no hay acuerdo sobre si estos deben medirse por un índice general o resulta más adecuado, amén de más útil para tareas de previsión, escoger un índice selectivo, como la inflación subyacente, que excluye componentes muy volátiles— a si, además, su objetivo debería ser más amplio de forma que incluyese una colaboración activa a favor del sostenimiento de la actividad económica en torno a su nivel de equilibrio. La discusión a cerca de los objetivos también se ha trasladado al plano instrumental a la hora de escoger la variable de control más asequible para el manejo de la política monetaria y aun cuando reina un amplio consenso en que esta debe ser un tipo de interés a corto plazo, de nuevo se observa alguna que otra discrepancia al decidir si se trata del tipo nominal, del real o de la desviación de este último respecto a su nivel neutral.

Si hay una cuestión exenta de toda discusión esta es la de la importancia de las expectativas para el adecuado funcionamiento de la política monetaria. Esta vía de influencias mutuas entre las autoridades monetarias y el público precisa del cumplimiento de dos requisitos. El primero es un marco institucional en el cual el banco central haya dejado de ser el agente pasivo de las necesidades del

gobierno de turno y tenga garantizada su independencia para conseguir y mantener la estabilidad de precios como objetivo principal; el segundo es el compromiso de anunciar y explicar claramente los objetivos fijados y la estrategia que el banco seguirá para alcanzarlos —si bien existen divergencias a la hora de precisar el grado de detalle que el banco debe hacer público al comunicar sus planes—. Para finalizar, la política de comunicación del banco central sirve a otro propósito esencial en las sociedades regidas por principios democráticos: a saber, someter su actuación al principio de responsabilidad merced al cual rinde públicamente cuenta del éxito o fracaso en el cumplimiento de las misiones que el ordenamiento legal le ha confiado.

A comienzos del siglo XXI vivimos en un entorno en el que los cambios tecnológicos, la desregulación, la desintermediación bancaria, el papel creciente de los mercados y los desajustes inherentes a una economía cada día más globalizada —con sus repercusiones de diverso signo en la inflación, el crecimiento económico y la evolución de los precios de los activos— han conformado unos mercados financieros proclives a peligrosos desequilibrios que únicamente una política monetaria activa podrá paliar.

Bibliografía

(de acuerdo a los apartados del artículo)

1

BLINDER, Alan (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge, Mass.

GOODHART, Charles A. E. y VIÑALS, José (1994): "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes", en *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, JEFFREY FUHRER, C. (ed.), Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, núm. 38.

ROJO, Luis A. (2005): "Prologo", *El Análisis de la Economía Española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial, Madrid.

TRICHET, Jean-Claude (2006): "Activismo y vigilancia en la política monetaria", *Central Banks in the 21st Century*, Madrid.

2.1.

BLINDER, Alan y REIS, Ricardo (2005): "Understanding the Greenspan Standard", *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium.

BLINDER, Alan (2006): "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and About Twelve Answers", *Central Banks in the 21st Century*, Banco de España, Madrid.

TAYLOR, John B. (1994): "The Inflation/Output Variability Trade...Off Revisited", *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, núm. 38.

WALSH, Carl E. (2000): *Monetary Theory and Policy*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge (Mass.).

WHITE, William R. (2006): "Is Price Stability Enough", *BIS Working Papers*, núm. 205, Bank for International Settlements.

DIITMAR, Robert y GAVIN, William T. (2000): "What Do New-Keynesian Phillips Curves Imply for Pricce-Level Targeting?", *Federal Bank of St Louis Review*, marzo-abril, vol. 82, núm. 2.

DUCKER, Michael J. y FISCHER, Andreas M. (2006): "Do Inflation Targeters Outperform Non-targeters?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septiembre-octubre, vol. 88, núm. 5.

2.2.

BLINDER, Alan (2005): Ibidem.

BLINDER, Alan (2006): Ibidem.

MANKIW, N. Gregory y REIS, Ricardo (2003): "What Measure of Inflation Should a Central Bank Target?", *Journal of European Economic Association*, 1, septiembre.

PAPADEMOS, Lucas (2006): "Intervention", *Central Banks in the 21st Century*, Banco de España, Madrid.

2.3.

BERNANKE, Ben y GERTLER, Mark (1999): "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium.

BLINDER, Alan (2005): Ibidem.

PAPADEMOS, Lucas (2006): Ibidem.

Banco Central Europeo (2005): "Diversos comportamientos en la inflación general y en la subyacente", *Boletín Mensual*, noviembre.

WHITE, William R (2006): Ibidem.

2.4.

DEBELLE, Guy y FISCHER, Stanley (1994): "How Independent should a Central Bank be", *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, núm. 38.

2.5.

BLINDER, Alan (2006): Ibidem.

JANSEN, D. y DE HAAN, J. (2006): "Look Who's Talking: ECB Communication During the First Years of EMU", *International Journal of Finance & Economics*, julio, vol. II, núm. 3.

WOODFORD, Michael (2005): "Central Bank Communication and Policy Effectiveness", *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium.