

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2019

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

LA REVISIÓN DEL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA  
DE LA RESERVA FEDERAL

Susana Párraga, Pedro del Río y Juan Luis Vega

## RESUMEN

Este artículo presenta una panorámica de la revisión del marco de política monetaria que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) está llevando a cabo en la actualidad. En primer lugar, se examinan las estrategias alternativas que se están considerando para hacer frente a una probable mayor incidencia de episodios en los que la política monetaria se ve condicionada por la existencia de un límite inferior efectivo al recorrido a la baja de los tipos de interés (ELB, por sus siglas en inglés). También se discute cómo la evidencia empírica disponible a partir de la experiencia de la propia Fed hace probable que esta mantenga entre su conjunto de herramientas disponibles los instrumentos no convencionales de política monetaria adoptados tras la crisis financiera global para afrontar el problema de la mayor incidencia del ELB: principalmente, las políticas de expansión cuantitativa y el uso de orientaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés (*forward-guidance*). Finalmente, se analizan posibles cambios en la política de comunicación de la Fed.

**Palabras clave:** estrategia de política monetaria, expansión cuantitativa, *forward guidance*, política de comunicación.

**Códigos JEL:** E50, E52, E58.

Este artículo ha sido elaborado por Susana Párraga, Pedro del Río y Juan Luis Vega, de la Dirección General de Economía y Estadística.

### Introducción

En noviembre de 2018, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) anunció que llevaría a cabo, durante 2019 y la primera mitad de 2020, una revisión en profundidad del marco de política monetaria vigente para la consecución de su doble mandato de estabilidad de precios y de máximo empleo. El examen —que sigue el ejemplo de otros bancos centrales<sup>1</sup>— pretende ser exhaustivo y abarcará tres elementos fundamentales de dicho marco: la estrategia de objetivos flexibles de inflación<sup>2</sup>, los instrumentos disponibles para su implementación y la política de comunicación. Por el contrario, no forman parte de la evaluación ni el mandato dual, que le viene impuesto por el Congreso, ni la valoración que ha hecho la propia Fed de que una tasa de inflación del 2 % en el medio plazo es el objetivo más coherente con dicho mandato, es decir, no se contemplarían cambios en el nivel de dicho objetivo<sup>3</sup>.

El propósito principal de la revisión es asegurar que la política monetaria cuente con suficientes elementos para garantizar el cumplimiento de sus objetivos estatutarios, en un contexto económico que difiere significativamente del que prevalecía antes de la crisis financiera global de 2008. Así, el descenso del tipo de interés natural observado en Estados Unidos y en muchas economías desarrolladas durante las últimas décadas<sup>4</sup>

1 El Banco de Canadá, por ejemplo, lleva a cabo regularmente, cada cinco años, revisiones de su marco de objetivos de inflación. El propio Banco Central Europeo (BCE) realizó en 2003 un proceso de revisión de su estrategia, tras cinco años de experiencia desde la introducción del euro y la política monetaria común, y ha anunciado que realizará una nueva revisión bajo el mandato de la próxima presidenta, Christine Lagarde.

2 En enero de 2012, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) publicó un documento estratégico en el que clarificaba su intención de ser equilibrado en el cumplimiento de su mandato dual de máximo empleo y de estabilidad de precios, concretado este último como un objetivo de inflación del 2 % anual.

3 Véanse Powell (2019) y Clarida (2019).

4 El tipo de interés natural o neutral se define en la literatura económica como el tipo de interés real que se observaría en un escenario de equilibrio en el que los precios y los salarios nominales fueran perfectamente flexibles. Su relevancia para la política monetaria se deriva del hecho de que, cuando el tipo de interés real se sitúa por encima de su nivel natural, la demanda agregada es insuficiente y se generan presiones deflacionistas (lo contrario sucede cuando el tipo real se sitúa por debajo del natural). Este tipo de interés neutral no es directamente observable, pero distintos trabajos han estimado un descenso notable de este a escala global, empleado diversos enfoques. Véanse King y Low (2014), Holston *et al.* (2017), Galesi *et al.* (2017), Rachel y Smith (2017), Fiorentini *et al.* (2018) y Brand *et al.* (2018).



FUENTE: Banco de España.

por la acción de factores estructurales, como el envejecimiento de la población y la desaceleración de la productividad, hace más probable que se reproduzcan episodios como los vividos tras la crisis, en los que la existencia de un límite efectivo en el recorrido a la baja de los tipos de interés (ELB, por sus siglas en inglés) limita, en la eventualidad de *shocks* severos, la capacidad estabilizadora mediante los instrumentos convencionales de la política monetaria. Además, el aplanamiento de la curva de Phillips que se ha observado en el período reciente, es decir, la menor sensibilidad de los precios al grado de holgura de la economía, común también a muchas de las economías desarrolladas<sup>5</sup>, permite que —para unas expectativas de inflación dadas— la Fed pueda atender a su objetivo de máximo empleo sin dar lugar a ajustes bruscos de la tasa de inflación. En un contexto como el actual, sin embargo, dicho aplanamiento dificulta la comunicación del objetivo de inflación, especialmente en el contexto de posibles episodios de desanclaje de expectativas.

La revisión constituye también una oportunidad para evaluar la efectividad de las innovaciones que, en relación tanto con el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria como con materia de comunicación, la Fed y otros bancos centrales introdujeron durante la pasada década, precisamente para esquivar las limitaciones que se derivaban del ELB. Finalmente, no debe soslayarse que, junto con las consideraciones de carácter estructural, puede existir también una

<sup>5</sup> Véanse Galí y Gambetti (2018) y Blanchard *et al.* (2015).

preocupación de carácter más coyuntural, por la eventualidad de que posibles *shocks* recesivos pudieran poner fin a la prolongada expansión de la economía estadounidense.

Este artículo repasa el alcance de la revisión del marco de política monetaria que la Fed está llevando a cabo, sintetizada en el esquema 1. La sección segunda resume los principales elementos de la estrategia de política monetaria que se encuentran bajo escrutinio. La sección tercera amplía la discusión a los instrumentos no convencionales adoptados tras la Gran Recesión, y se centra en la política de expansión cuantitativa. Por último, la sección cuarta se ocupa de los aspectos referidos a la comunicación, y presta especial atención a la publicación de orientaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés (*forward-guidance*).

## Posibles cambios en la estrategia de política monetaria

El tipo de interés oficial de la Fed se sitúa actualmente en el rango 1,75 %-2 % y las proyecciones de medio y largo plazo de los propios miembros del Comité de Política Monetaria de la Fed lo sitúan alrededor del 2,5 %, lo que implicaría un tipo de interés natural (descontando el objetivo de inflación) del 0,5 %. En ese contexto actual, la Fed carece del espacio que tradicionalmente ha sido necesario para reducir los tipos oficiales en recesiones, que ha sido de alrededor de 5 puntos porcentuales (gráfico 1.1). Esta reducción estructural del tipo de interés natural es probable que dé lugar a un incremento en la incidencia de nuevos episodios de ELB como los experimentados tras la Gran Recesión, con una frecuencia que algunos trabajos llegan a situar en un 40 %<sup>6</sup>. Por ello, la evaluación en curso analizará —sobre la base de alternativas planteadas en la literatura académica— posibles modificaciones en la actual estrategia de objetivos flexibles de inflación<sup>7</sup> con el propósito de hacerla más robusta a la proliferación de dichos episodios, dado que la evidencia empírica acumulada durante la última década sugiere que el recurso a medidas no convencionales puede no ser siempre suficiente para superar las dificultades generadas por el ELB<sup>8</sup>.

Descartada la posibilidad de elevar el objetivo de inflación<sup>9</sup> —que permitiría disponer de un mayor margen de maniobra, pero que se considera incoherente con el mandato de estabilidad de precios—, la discusión se centra en propuestas

6 Véase Kiley y Roberts (2017).

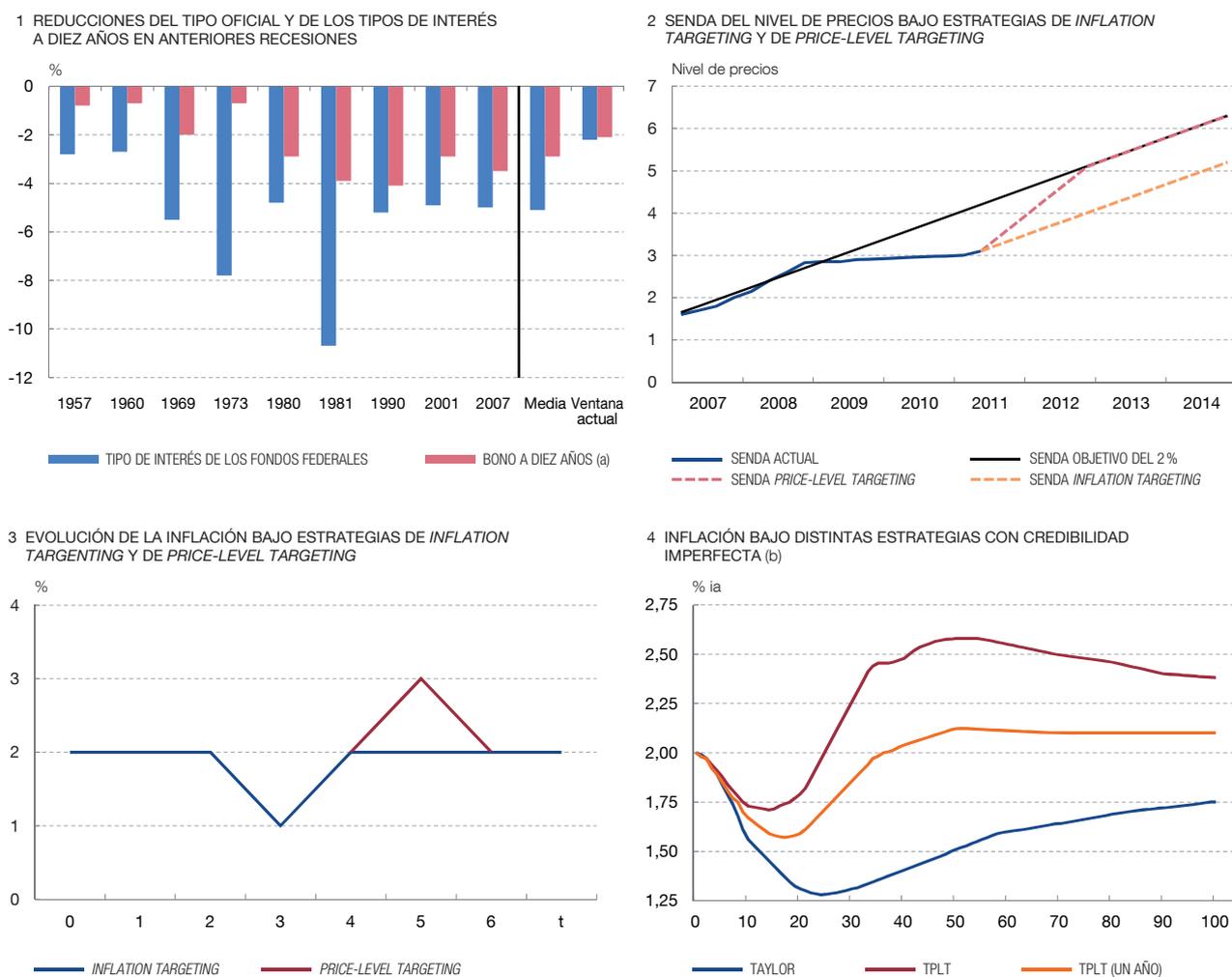
7 Para una revisión reciente de esas estrategias alternativas de política monetaria, véase Banco de España (2019).

8 Véanse, por ejemplo, Yellen (2016), Reifschneider (2016), Debortoli *et al.* (2019) y Eberly *et al.* (2019).

9 Véanse, por ejemplo, Blanchard *et al.* (2010), Ball (2014) y Krugman (2014).

## ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA EN UN ENTORNO DE BAJOS TIPOS DE INTERÉS

La caída del tipo de interés natural ha reducido el margen de maniobra de la política monetaria para, en la eventualidad de *shocks* recesivos severos, estabilizar la economía mediante instrumentos convencionales. La Fed está analizando posibles modificaciones a su actual estrategia de política monetaria, con el objetivo de hacerla más robusta ante los problemas que plantea la existencia de un límite inferior efectivo al recorrido a la baja de los tipos de interés a corto plazo que controla directamente (ELB).



FUENTE: Elaboración propia, a partir de la Reserva Federal y Goldman Sachs.

- a Máximo del bono a diez años en los seis meses previos a la primera reducción del tipo de interés menos mínimo del bono a diez años alcanzado antes de la primera subida del tipo de interés.
- b Bernanke *et al.* (2019).



estratégicas que abogan por combatir perturbaciones severas que pudieran conducir a períodos prolongados de inflación por debajo del objetivo. Esto se puede lograr mediante el mantenimiento de estímulos monetarios por más tiempo que el que justificaría estrictamente la vuelta al propio objetivo, permitiendo por tanto que la inflación se sitúe temporalmente en niveles superiores a este (*makeup strategies*)<sup>10</sup>.

10 Eggertsson y Woodford (2003).

Una de las posibles estrategias que satisfacen ese principio es la de *Price-Level Targeting* (PLT, por sus siglas en inglés)<sup>11</sup>. De acuerdo con este tipo de estrategia, se anunciaría una senda objetivo para el nivel de precios, de modo que períodos de inflación por debajo (encima) de la tasa coherente con la senda objetivo se compensarían después con inflaciones más elevadas (reducidas) para volver a la senda de precios anunciada (gráficos 1.2 y 1.3). De este modo, las expectativas de inflación, y con ella los tipos de interés reales, se ajustarían, contribuyendo a mantener así el tono deseado de la política monetaria.

Sin embargo, una estrategia de PLT presentaría retos de comunicación importantes, al suponer un cambio de calado en el marco de actuación de la Fed. Esto es así porque sus propiedades de estabilización dependen crucialmente de la credibilidad de la estrategia y, por tanto, de que los agentes la entiendan y la incorporen a sus procesos de formación de expectativas. Por ello, algunas propuestas plantean un cambio menos abrupto de la actual estrategia de objetivos de inflación, sustituyendo su formulación en términos de tasa de inflación anual por un promedio calculado para un período de varios años (AIT, por sus siglas en inglés)<sup>12</sup>, lo que permitiría reproducir en buena medida las propiedades de estabilización de la estrategia de PLT. Un problema que no resuelve ninguna de estas dos variantes, sin embargo, es la respuesta de la política monetaria ante *shocks* negativos de oferta (un incremento del precio de la energía o del IVA, por ejemplo), que contraen la actividad y producen al mismo tiempo un aumento temporal de la inflación. Bajo ambas estrategias, esa mayor inflación debe ser compensada con una menor inflación en el futuro, en un contexto negativo para la actividad, dando lugar a problemas severos de coherencia temporal, pues se podría dudar del compromiso del banco central de endurecer el tono de la política monetaria en un entorno recesivo. Una alternativa, propuesta por Bernanke<sup>13</sup>, consistiría en fijar un objetivo de nivel de precios de inflación promedio solo mientras dure el episodio de ELB y hasta que la inflación promedio vuelva al objetivo, es decir, un *Price-Level Targeting* temporal (TPLT, por sus siglas en inglés).

Los análisis cuantitativos realizados con modelos dinámicos de equilibrio general confirman los beneficios teóricos de estrategias que introducen las propiedades de estabilización descritas, en particular a la hora de hacer frente a períodos de ELB, que verían reducida su frecuencia y duración, así como las pérdidas de actividad y de inflación asociadas<sup>14</sup> (véase en el gráfico 1.4 la comparación de estrategias de TPLT con la pérdida de inflación bajo una regla de Taylor convencional). Sin embargo, la falta de experiencia con aquellas las hace vulnerables, en la práctica, a problemas

---

11 Svensson (1999), Gaspar *et al.* (2007) y Williams (2017).

12 Nessén y Vestin (2005).

13 Véanse Bernanke (2017), Bernanke *et al.* (2019), Williams (2018) y Mertens y Williams (2019).

14 Hebden y López-Salido (2018), Banco de España (2019), Bernanke *et al.* (2019) y Svensson (2019).

de calibración, sobre todo si los agentes forman sus expectativas de modo adaptativo o la credibilidad del banco central es imperfecta, lo que podría producir un aumento excesivo de la inflación y riesgos para la estabilidad financiera<sup>15</sup>. Una posible solución para mitigar ese aumento excesivo de la inflación sería limitar el período de baja inflación que debería compensarse, de modo que el promedio de inflación que se ha de considerar se compute sobre un máximo de 1-3 años, por ejemplo. Ello permitiría —como muestran Bernanke *et al.* (2019)— evitar un incremento excesivo de la inflación, incluso en el caso de que los agentes tengan expectativas adaptativas o la credibilidad del banco central sea imperfecta (por ejemplo, el escenario descrito en el gráfico 1.4 limita los años sobre los que se calcula el promedio de inflación —TPLT durante un año—, lo que ayuda a contener el alza de la inflación en el medio plazo).

En definitiva, el debate sobre las ventajas y los inconvenientes del posible cambio de estrategia sigue abierto y la cuestión que se plantea es si es posible obtener resultados parecidos dentro del actual esquema de objetivo de inflación flexible que se ha venido utilizando hasta la fecha. La decisión que se adopte finalmente tendrá que ver también con las consideraciones que se hagan respecto a la instrumentación y la comunicación de la política monetaria de la Fed en el futuro, aspectos que se tratan a continuación.

## Revisión de los instrumentos de política monetaria de la Reserva Federal

Tras la Gran Recesión, muchos bancos centrales adoptaron medidas no convencionales para paliar la restricción que suponía el ELB. En el caso de la Fed, dos fueron los principales instrumentos utilizados: la publicación de orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria (*forward guidance*) y los programas de compra a gran escala de activos financieros (expansión cuantitativa). Ambos instrumentos actúan sobre los tipos de interés a medio y a largo plazo, para mantenerlos en niveles moderados, si bien lo hacen a través de distintos mecanismos. Las políticas de *forward guidance* orientan las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución de los tipos de interés a más corto plazo bajo el control directo del banco central. Los programas de expansión cuantitativa, en cambio, actúan reduciendo las primas de riesgo de los activos adquiridos (y sus sustitutos cercanos).

El análisis de la evidencia empírica acumulada a partir de la experiencia de la propia Fed sugiere que el recurso a medidas no convencionales permitió suavizar, aunque no esquivar completamente, la restricción del ELB, con efectos significativos

---

<sup>15</sup> Véanse, por ejemplo, Brainard (2017) o Kashyap y Siegert (2019).

sobre los tipos de interés a largo plazo, la inflación y el crecimiento<sup>16</sup>. Resulta previsible, por tanto, que la revisión del marco de política monetaria en curso sugiera mantener dichos instrumentos en el arsenal de la Fed para hacer frente a *shocks* recesivos severos. La evaluación repasará también la experiencia de otros bancos centrales con instrumentos no convencionales alternativos; en particular, los tipos de interés negativos —usados en países europeos, por el propio BCE, y en Japón— y el control directo de los tipos a largo plazo, practicado en Japón desde 2016. Hasta ahora, la Fed se ha mostrado escéptica respecto a innovaciones en esta línea, en particular en relación con los tipos negativos, por el efecto desestabilizador que pudieran tener en la industria de fondos monetarios de inversión —que desempeña un papel muy relevante en el sistema financiero de este país—. Por su parte, la experiencia japonesa de control directo de los tipos de interés a largo plazo parece difícilmente extrapolable a mercados más líquidos y profundos, como el de la deuda pública de Estados Unidos, en los que la implementación de este tipo de medidas podría requerir volúmenes muy elevados de compras y ventas de deuda pública por parte del banco central.

La política de expansión cuantitativa adoptada tras la Gran Recesión supuso también una ampliación sin precedentes del balance de la Fed (gráfico 2) y un incremento sustancial de las reservas del sistema bancario, que implicó un cambio del sistema empleado de control de tipos de interés del mercado interbancario: de un *sistema corredor*, dependiente de frecuentes operaciones de mercado abierto, a un *sistema suelo*, que toma como referencia el tipo de interés de remuneración de las reservas<sup>17</sup>. En este sentido, la evaluación en curso aborda el tamaño y la composición óptimos del balance de la Fed en el medio y el largo plazo, que en cualquier caso deberá ser mayor que antes de la crisis para acomodar el crecimiento tendencial de los otros pasivos distintos a las reservas, como el dinero en circulación<sup>18</sup>, y una mayor demanda de reservas por los cambios regulatorios de los últimos años, que exigen a las entidades financieras una mayor atención a la gestión de los riesgos de liquidez. Además, la Fed anunció a principios de 2019 que seguirá operando el sistema actual de *suelo*, basado en un volumen abundante de reservas<sup>19</sup>, que ha facilitado una transmisión eficaz de las señales de política

---

16 Bernanke (2017), Eberly *et al.* (2019) o Bhattarai y Neely (2016) resumen la abundante literatura sobre esta cuestión. Por otro lado, Sims y Wu (2019) estudian, en el contexto de un modelo dinámico de equilibrio general, el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria y la interacción entre ellos.

17 Véase, por ejemplo, Arce *et al.* (2019).

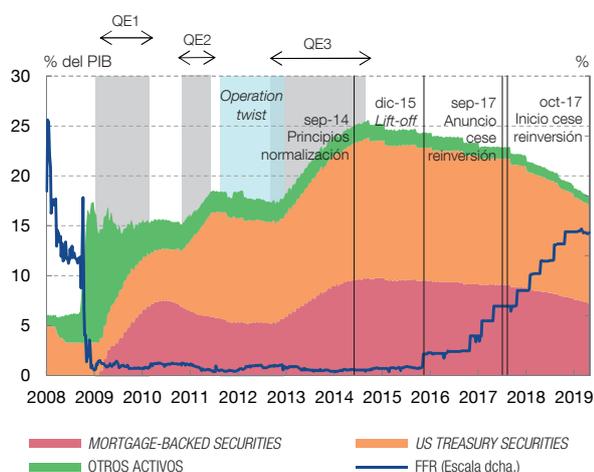
18 *Informe de Política Monetaria de la Reserva Federal*, de febrero de 2019.

19 Véase el «Statement regarding monetary policy implementation and balance sheet normalization» de la Reserva Federal, de 30 de enero de 2019. Para acomodar las fluctuaciones en la demanda de liquidez de las entidades, que produjeron un repunte en los tipos *repo* en el mes de septiembre, sin perjudicar el actual sistema suelo de implementación de la política monetaria, el FOMC decidió a mediados de octubre comprar letras del Tesoro americano, al menos, hasta junio de 2020 (por un volumen inicial de 60 mm de dólares al mes), así como realizar operaciones *repo overnight* y a plazo, al menos, hasta enero de 2020, para mantener un volumen suficiente de reservas en el sistema.

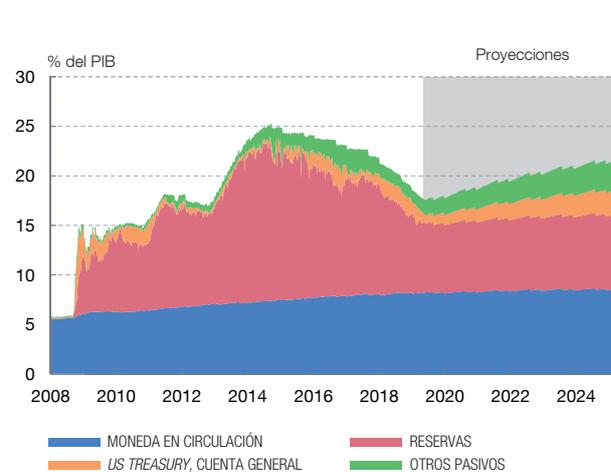
## INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES

En respuesta a la crisis financiera global, la Fed adoptó medidas de *forward guidance* y de expansión cuantitativa, con el propósito de suavizar la restricción del ELB. La Fed analizará, además, la experiencia internacional con el uso de instrumentos no convencionales alternativos.

1 ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL Y TIPO MEDIO DE LOS FONDOS FEDERALES



2 PASIVOS DE LA RESERVA FEDERAL Y PROYECCIONES



FUENTE: Elaboración propia, a partir de la Reserva Federal, Federal Reserve Bank of New York y Congressional Budget Office.

DESCARGAR



monetaria. En cuanto a la composición del balance, la Fed ha mostrado una clara preferencia por mantener una cartera compuesta principalmente por títulos de deuda pública interna, si bien existen opiniones diversas<sup>20</sup> sobre su composición por vencimientos.

## Revisión de la política de comunicación de la Reserva Federal

En las últimas décadas, la política de comunicación de la Fed ha experimentado cambios de gran calado que la han alejado de la opacidad de tiempos precedentes. El rápido deterioro de la situación económica que se produjo tras la crisis financiera global hizo pronto evidente que la efectividad de la respuesta de política monetaria dependía crucialmente de que las expectativas de inflación a largo plazo de empresas y familias permanecieran ancladas en valores compatibles con el objetivo. Una comunicación efectiva de la evaluación que los miembros del FOMC hacen de las perspectivas económicas, del tono deseado de la política monetaria y de cómo dicho tono variaría con las circunstancias cambiantes (la función de reacción) resulta crucial para despejar posibles dudas acerca del compromiso del banco central con sus objetivos de medio plazo.

20 Véanse las actas de la reunión del Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal del 30 de abril y del 1 de mayo de 2019.

**DESARROLLOS DESTACADOS EN LA POLÍTICA DE COMUNICACIÓN DE LA RESERVA FEDERAL, 2007-2019**

Fecha	Acción
nov-2007	Publicación del primer informe trimestral de proyecciones (SEP, por sus siglas en inglés), como un anexo a las actas de la reunión del Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés). Se incluyen el rango y la tendencia central de las proyecciones individuales de los miembros del FOMC para los tres próximos años de crecimiento del PIB, inflación y desempleo.
feb-2009	Se añaden proyecciones de largo plazo al SEP.
abr-2011	Inicio de ruedas de prensa trimestrales; la publicación del SEP coincide con las ruedas de prensa.
nov-2011	Cuantificación del balance de riesgos y del nivel de incertidumbre alrededor de las proyecciones.
ene-2012	Primera declaración anual sobre objetivos y estrategia de política monetaria de largo plazo. El FOMC especifica numéricamente el objetivo de inflación del 2 %. Se añaden al SEP las proyecciones individuales de los miembros del FOMC sobre la senda de tipos de interés ( <i>dot plot</i> ).
sep-2014	Comunicado sobre los planes y principios de normalización del tipo de interés de los fondos federales y del balance bancario.
sep-2015	Se añade la mediana de las proyecciones individuales al SEP.
dic-2015	Nota complementaria sobre la implementación de la primera subida de tipos desde la crisis.
ene-2016	El FOMC clarifica que el objetivo de inflación es «simétrico».
abr-2017	Publicación de <i>fan charts</i> , que muestran el error de predicción alrededor de la mediana.
sep-2017	Anexo a los planes y principios de normalización.
ene-2019	Celebración de ruedas de prensa tras cada reunión del FOMC, en lugar de una vez al trimestre. Comunicado adicional que confirma que la Fed seguirá operando el sistema actual de reservas abundantes.
mar-2019	Comunicado sobre la normalización del balance bancario coherente con el sistema de reservas abundantes.

FUENTE: Elaboración propia, a partir de Cecchetti y Schoenholtz (2019) y Federal Reserve Board.

En este contexto, la Fed ha introducido en estos años múltiples innovaciones en su política de comunicación (cuadro 1). Ya en 2007 se publicaron por primera vez el rango y la tendencia central de las proyecciones trimestrales de inflación y de desempleo (SEP, por sus siglas en inglés) de los miembros del FOMC. Esta información se ha ido ampliando en sucesivos pasos: en 2009 se añadieron proyecciones a largo plazo para crecimiento, inflación y desempleo; en 2011 se cuantificaron el balance de riesgos y el nivel de incertidumbre alrededor de las proyecciones, información que se refinó en 2017 con la publicación de *fan charts*; y en 2012 se añadieron las proyecciones individuales de los miembros del Comité sobre la senda de tipos de interés (conocida como *dot plot* o, simplemente, *dots*). Estas últimas son seguidas con particular atención por los analistas, en busca de información relevante sobre el tono futuro de la política monetaria. Sin embargo, el que habitualmente las expectativas del mercado difieran significativamente de la mediana de las proyecciones muestra que no es posible interpretar estas como un indicador del consenso del FOMC y que existe margen de mejora en la comunicación de la función de reacción del Comité<sup>21</sup>. Por último, otras innovaciones de gran

21 Una posible solución sería que el FOMC publicase una previsión consensuada de la senda de tipos de interés, como hace, por ejemplo, el Riksbank, pero el mayor tamaño del Comité dificulta esta tarea. Cecchetti y Schoenholtz (2019) plantean la posibilidad de publicar conjuntamente, respetando la anonimidad, las proyecciones macroeconómicas y de tipos de interés individuales de los miembros del FOMC, lo que permitiría inferir mejor la función de reacción.

alcance en el ámbito de la comunicación incluyen: la celebración desde 2011 de ruedas de prensa tras las reuniones del FOMC, la publicación desde 2012 de una declaración anual sobre objetivos y estrategia de política monetaria de largo plazo, y la clarificación en 2016 de que la Fed reaccionaría por igual a desviaciones positivas y negativas del objetivo de inflación del 2 %, subrayando por tanto su carácter simétrico<sup>22</sup>.

También, la experiencia de la Fed con el uso de *forward guidance*, que retomó en la crisis tras haberla introducido por primera vez en 2003, muestra la importancia de una comunicación flexible. Inicialmente, las orientaciones tuvieron un carácter meramente cualitativo, con indicaciones del tipo «la Fed mantendrá niveles excepcionalmente bajos del tipo de interés de los fondos federales durante algún tiempo». Sin embargo, cuando se constató en 2011 que la falta de concreción de esta política limitaba su efectividad, el FOMC pasó a explicitar el período temporal en el que los tipos permanecerían cercanos a cero (*time-dependent guidance*). Posteriormente, a finales de 2012, los posibles cambios en los tipos de interés oficiales se ligaron a la evolución de las circunstancias económicas (*state-dependent guidance*), con indicaciones como que los tipos se mantendrían cercanos a cero mientras que la tasa de desempleo estuviera «por encima del 6,5 %», y siempre que se diera un buen comportamiento de la inflación. Desde entonces, las orientaciones se han acompasado a la recuperación de la economía estadounidense, volviendo en 2014 a formulaciones más cualitativas. En enero de 2019, las condiciones coyunturales y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas aconsejaron no incluir orientaciones específicas sobre el curso futuro de los tipos de interés oficiales en la comunicación tras las reuniones del FOMC, enfatizando simplemente que las decisiones futuras dependerían de los datos económicos<sup>23</sup>. En contraste, la Fed ha continuado ofreciendo indicaciones sobre los planes de normalización de su balance y ha manifestado su intención de seguir operando bajo un régimen de exceso de reservas.

El proceso de revisión en marcha permitirá, en el terreno de la comunicación, analizar la efectividad de las innovaciones introducidas en los últimos años, muchas de ellas —como en el caso de otros bancos centrales— orientadas a incrementar la transparencia y a minimizar la incertidumbre asociada a la propia política monetaria, contribuyendo así a reducir la volatilidad de la inflación. La búsqueda de mayor claridad no debe estar reñida con un uso flexible de la comunicación. La experiencia reciente con la política de *forward guidance* ilustra que una comunicación adaptable a las circunstancias cambiantes es preferible a fórmulas excesivamente rígidas. La revisión deberá servir también para identificar áreas de mejora, haciendo la comunicación más asequible al público en general,

22 Véanse Evans (2017) y Yellen (2017).

23 Véase, por ejemplo, Clarida (2018).

y para clarificar aquellos aspectos que se han revelado de más difícil comprensión, como son la naturaleza de las proyecciones de tipos de interés de los miembros del FOMC y cómo hacer que estas ayuden a entender mejor la función de reacción del banco central<sup>24</sup>.

28.10.2019.

---

24 Véanse las actas de la reunión del FOMC de los días 29 y 30 de enero de 2019, Powell (2019) o Cecchetti y Schoenholtz (2019).

## BIBLIOGRAFÍA

- Arce, Ó., G. Nuño, D. Thaler y C. Thomas (2019). «A Large Central Bank Balance Sheet? The Role of Interbank Market Frictions», *Journal of Monetary Economics*, de próxima publicación.
- Ball, L. (2014). *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, IMF Working Papers, n.º 14-92, Fondo Monetario Internacional.
- Banco de España (2019). «El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo», capítulo 3, *Informe Anual 2018*.
- Bernanke, B. S. (2017). «Monetary Policy in a New Era», presentado en la conferencia *Rethinking Macroeconomic Policy*, Peterson Institute of International Economics, Washington, 12 y 13 de octubre.
- Bernanke, B. S., M. T. Kiley y J. M. Roberts (2019). «Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment», de próxima publicación en *American Economic Review – Papers and Proceedings*.
- Bhattarai, S., y C. Neely (2016). *A Survey of the Empirical Literature on U.S. Unconventional Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2016-021A.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia y P. Mauro (2010). «Rethinking Macroeconomic Policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 42, pp. 199-215.
- Blanchard O., E. Cerutti y L. Summers (2015). *Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications*, IMF Working Paper WP/15/230, Fondo Monetario Internacional.
- Brainard, L. (2017). «Rethinking Monetary Policy in a New Normal», presentado en la conferencia *Rethinking Macroeconomic Policy*, Peterson Institute of International Economics, Washington, 12 y 13 de octubre.
- Brand, C., M. Bielecki y A. Penalver (2018). *The Natural Rate of Interest: Estimates, Drivers, and Challenges to Monetary Policy*, European Central Bank Occasional Paper Series n.º 217.
- Cecchetti, S., y K. Schoenholtz (2019). «Improving U.S. Monetary Policy Communications», presentado en la conferencia *Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, Federal Reserve Bank of Chicago, 4 y 5 de junio.
- Clarida, R. H. (2019). «The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices», discurso en la conferencia *Fed Listens: Distributional Consequences of the Cycle and Monetary Policy*, Opportunity and Inclusive Growth Institute, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, 9 de abril.
- (2018). «Data Dependence and U.S. Monetary Policy», discurso en la conferencia *The Clearing House and The Bank Policy Institute Annual Conference*, Nueva York, 27 de noviembre.
- Debortoli, D., J. Galí y L. Gambetti (2019). «On the Empirical (Ir) Relevance of the Zero Lower Bound Constraint», de próxima publicación en *NBER Macroeconomics Annual 2019*, vol. 34.
- Dell’Ariccia, G., V. Haksar y T. Mancini-Griffoli (2017). *Negative Interest Rate Policies-Initial Experiences and Assessments*, IMF Policy Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC, 3 de agosto.
- Eberly, J. C., J. H. Stock y J. H. Wright (2019). «The Federal Reserve’s Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment», presentado en la conferencia *Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, Federal Reserve Bank of Chicago, 4 y 5 de junio.
- Eggertsson, G. B., y M. Woodford (2003). «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 1, pp. 139-211.
- Evans, C. (2017). «Low Inflation and the Symmetry of the 2 Percent Target», discurso en la *UBS European Conference*, Londres, 15 de noviembre.
- Florentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018). *The Rise and Fall of the Natural Interest Rate*, Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.
- Galesi, A., G. Nuño y C. Thomas (2017). «El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.
- Galí, J., y L. Gambetti (2018). «Has the U.S. Wage Phillips Curve Flattened? A Semi-Structural Exploration», en J. Galí y D. Saravia (eds.), *Changing Inflation Dynamics, Evolving Monetary Policy*, Central Bank of Chile.

- Gaspar, V., F. Smets y D. Vestin (2007). *Is Time Ripe for Price Level Path Stability?*, European Central Bank Working Paper Series n.º 818.
- Hebden, J., y J. D. López-Salido (2018). *From Taylor's Rule to Bernanke's Temporary Price Level Targeting*, Finance and Economics Discussion Series 2018-051, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Holston, K., T. Laubach y J. C. Williams (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics*, vol. 108 (mayo, suplemento 1), pp. S59-S75.
- Kashyap, A., y C. Siegert (2019). «Financial Stability Considerations and Monetary Policy», presentado en la conferencia *Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, Federal Reserve Bank of Chicago, 4 y 5 de junio.
- Kiley, M. T., y J. M. Roberts (2017). «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera, pp. 317-372.
- King, M., y D. Low (2014). *Measuring the 'World' Real Interest Rate*, NBER Working Paper Series 19887.
- Krugman, P. (2014). «Inflation Targets Reconsidered», *ECB Forum on Central Banking*, mayo.
- Mertens, T., y J. C. Williams (2019). *Monetary Policy Frameworks and the Effective Lower Bound on Interest Rates*, Staff Reports 877, Federal Reserve Bank of New York.
- Nessén, M., y D. Vestin (2005). «Average Inflation Targeting», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n.º 5, octubre, pp. 837-863.
- Powell, J. H. (2019). «Monetary Policy: Normalization and the Road Ahead», discurso en el *2019 SIEPR Economic Summit*, Stanford Institute of Economic Policy Research, Stanford, 8 de marzo.
- Rachel, L., y T. D. Smith (2017). «Are Low Real Interest Rates Here to Stay?», *International Journal of Central Banking*, vol. 13 (septiembre), pp. 1-42.
- Reifschneider, D. (2016). *Gauging the Ability of the FOMC to Respond to Future Recessions*, Finance and Economics Discussion Series 2016-068, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Sims, E., y J. C. Wu (2019). «Evaluating Central Banks' Tool Kit: Past, Present, and Future», presentado en la conferencia *Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, Federal Reserve Bank of Chicago, 4 y 5 de junio.
- Svensson, L. E. O. (1999). «Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31, n.º 3, parte 1, pp. 277-295.
- (2019). «Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve», presentado en la conferencia *Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, Federal Reserve Bank of Chicago, 4 y 5 de junio.
- Williams, J. C. (2017). «Preparing for the Next Storm: Reassessing Frameworks & Strategies in a Low R-Star World», discurso en el Shadow Open Market Committee, Nueva York, 5 de mayo.
- (2018). «Monetary Policy Strategies for a Low-Neutral-Interest-Rate World», discurso en el *80 Plenary Meeting of the Group of Thirty*, Federal Reserve Bank of New York, Nueva York, 6 de diciembre.
- Yellen, J. L. (2016). «Opening Remarks: The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future», comentario en el *Jackson Hole Economic Symposium*, Jackson Hole, WY, 26 de agosto.
- (2017). «Audience Q&A with Fed's Janet Yellen in Cleveland», presentado en la conferencia *Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals*, 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Cleveland, Ohio, 26 de septiembre.