

ESTRATEGIAS DE
POLÍTICA MONETARIA
BASADAS EN EL
SEGUIMIENTO DIRECTO
DE OBJETIVOS DE
INFLACIÓN

Las experiencias
de Nueva Zelanda, Canadá,
Reino Unido y Suecia

Carmen Melcón

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA BASADAS EN EL SEGUIMIENTO DIRECTO DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN

Las experiencias
de Nueva Zelanda, Canadá,
Reino Unido y Suecia

Carmen Melcón (*)

(*) Quiero agradecer a Juan Peñalosa, Fernando Restoy, Santiago Fernández de Lis y Fernando Gutiérrez sus comentarios y sugerencias, de los cuales se ha beneficiado este trabajo.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9426

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-347-2

Depósito legal: M-34244-1994

Imprenta del Banco de España

RESUMEN

Este trabajo pretende determinar las novedades que introducen las estrategias directas con objetivos de precios respecto a las estrategias tradicionales con objetivos intermedios, sus ventajas e inconvenientes y sus posibilidades de aplicación práctica.

Enmarcando la cuestión con una perspectiva histórica, en una primera parte del trabajo se revisa el debate teórico en torno a las capacidades potenciales de la política monetaria, bajo sus distintas formulaciones, y la evolución de las estrategias monetarias aplicadas en los países desarrollados. Ello permite determinar ciertos rasgos comunes de las políticas monetarias, en la actualidad, como la prioridad del objetivo antiinflacionista, y de los logros en el medio-largo plazo, así como la necesidad de disponer de cierto margen de discrecionalidad en el corto plazo, que requiere ser acotado para evitar un deterioro de la credibilidad.

En la segunda parte, el trabajo se centra en las estrategias de definición y seguimiento directo de objetivos últimos de precios, a partir de las experiencias de los países en que se han aplicado. En los casos analizados no se encuentra evidencia de cambios sustanciales respecto a las estrategias tradicionales, bajo la forma en que estas se aplican, en los últimos años, en la mayor parte de los países industrializados. Los elementos más innovadores que se aprecian en su diseño global son, fundamentalmente, la identificación del objetivo de estabilidad de precios con un valor numérico, el anuncio de tal objetivo y de una estrategia estructurada -desde un punto de vista formal- para alcanzarlo, y su presentación conjunta con un programa de políticas económicas y estructurales de reforma, que resalta la coherencia de las mismas con la política monetaria. Entre sus puntos débiles se destaca la indefinición de la estrategia en un nivel intermedio y la discrecionalidad que puede llevar asociada -porque plantea dificultades en un plano operativo y posibles conflictos con la credibilidad de la estrategia-, si bien este tipo de problemas no es ajeno a las estrategias monetarias tradicionales, bajo la forma en que cabe aplicarlas en el contexto financiero actual.

Por último, se discuten los requisitos para la aplicación de las estrategias directas. En este sentido, la precisión en la definición de los objetivos, una de las principales ventajas potenciales que se aprecia en ellas, se presenta, al mismo tiempo, como uno de los factores que limitan, de forma más clara, la idoneidad de su puesta en práctica, en determinados contextos. No obstante, sí se encuentran diversos elementos en el diseño global de estas estrategias, que resultan susceptibles de incorporación a otras estrategias monetarias, obteniendo con ello ganancias respecto a su formulación actual.

ÍNDICE

1.- INTRODUCCIÓN

2.- EL DEBATE TEÓRICO

2.1 Reglas frente a discrecionalidad

2.2 Distintas estrategias alternativas

3.- EVOLUCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS MONETARIAS TRADICIONALES

3.1 Las tendencias globales

3.2 Su aplicación en la actualidad: diversos enfoques

4.- LAS NUEVAS ESTRATEGIAS

4.1 Principios generales

4.2 El diseño del objetivo

4.2.1 La variable objetivo

4.2.2 La banda objetivo

4.2.3 La velocidad de aproximación al objetivo

4.2.4 Las desviaciones respecto al objetivo

4.2.5 La modificación del objetivo

4.3 El marco operativo: variables intermedias

4.3.1 Variables informativas contemporáneas

4.3.2 Indicadores de las presiones inflacionistas

4.3.3 Referencias de la política monetaria a largo plazo

4.4 El esquema de instrumentación monetaria

4.5 El marco institucional: disciplina y credibilidad

4.6 Resultados de la estrategia en los países analizados

5.- CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFÍA

ANEJO: LAS EXPERIENCIAS DE APLICACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS DE PRECIOS: NUEVA ZELANDA, CANADÁ, EL REINO UNIDO Y SUECIA.

1.- INTRODUCCIÓN

Durante los años setenta, y a lo largo de parte de la década de los ochenta, el diseño de las políticas monetarias en los principales países se caracterizó por una confianza, prácticamente generalizada, en las estrategias con objetivos intermedios en términos de agregados monetarios. En los años posteriores, los procesos de innovación financiera, la desregulación de los mercados financieros internos y la integración creciente de los mercados de capitales -entre los distintos segmentos nacionales y a nivel internacional- han modificado radicalmente el contexto financiero en el que se desarrolla la política monetaria. En el nuevo marco, el seguimiento estricto de los objetivos intermedios de agregados monetarios resulta insuficiente, como guía exclusiva de la política monetaria en el corto y el medio plazo, y como el anclaje único de una estrategia de largo plazo. Los condicionantes de estrategias alternativas también han variado; en particular, los acuerdos de fijación del tipo de cambio han visto ampliarse sus inconvenientes, en la medida en que la eliminación progresiva de las trabas a la circulación de capitales en el ámbito internacional ha tendido a anular el margen de autonomía de las políticas monetarias nacionales, y a hacer los mercados cambiarios más proclives a episodios de inestabilidad.

Por otra parte, el nuevo contexto ha evidenciado la incapacidad de una regla de política monetaria de carácter más o menos automático para hacer frente al conjunto de perturbaciones -con intrincadas vías de traslación- que afecta a las economías; ante ello, las estrategias monetarias aplicadas han tendido a dar cabida a márgenes progresivamente más amplios de discrecionalidad. No obstante, en el pasado, la discrecionalidad tendía a asociarse a grados mayores de relajación de la política monetaria -con el objeto de impulsar la actividad- y de tolerancia respecto a los perjuicios posibles para el objetivo antiinflacionista. En la actualidad, la discrecionalidad se interpreta, en general, como una flexibilidad mayor de la función de reacción de las autoridades monetarias, que es utilizada para alcanzar el objetivo último de estabilidad de precios; y, por otra parte, se aprecia una insistencia, mayor que en el pasado, en

la necesidad de acotar dicho componente discrecional, para preservar la credibilidad de la política monetaria.

En consonancia con el proceso descrito, la mayor parte de los países ha ido introduciendo, de forma progresiva y más o menos evidente, diversos cambios en sus estrategias, en los que se revela la pérdida del protagonismo de los agregados monetarios y la asignación de relevancia creciente a otro tipo de variables (financieras o reales) y a ciertos elementos institucionales. A pesar de la diversidad de las proposiciones teóricas alternativas y de las peculiaridades que en cada país tienen las estrategias aplicadas, existe un cierto consenso, en los principales países industrializados, respecto a los rasgos básicos que deben caracterizar las políticas monetarias, para resultar adecuadas en el contexto actual. Estos serían, fundamentalmente, la prioridad del objetivo antiinflacionista frente a cualquier otro, la conveniencia de definir como referencia (más o menos explícita) la estabilidad de precios, y la relevancia de los logros en el medio-largo plazo, frente a estrategias más activistas enfocadas al corto plazo. Respecto al plano operativo, todos los países reconocen que el análisis de un conjunto amplio de indicadores es recomendable (o, incluso, necesario) en cualquier estrategia monetaria.

La adaptación de las estrategias monetarias tradicionales al nuevo entorno ha supuesto su modificación en diversos elementos (algunos de ellos, centrales), pero estos cambios, en general, no se han presentado con un carácter formal y estructurado. En los últimos años, diversos países han planteado estrategias de definición y seguimiento directo de objetivos últimos de precios, cuya adopción se combina con diversos elementos de refuerzo, de tipo institucional, que pretenden, principalmente, limitar los riesgos asociados a una posible interpretación adversa por los mercados del uso de una mayor discrecionalidad.

En este trabajo, se pretende determinar qué elementos incorporan las estrategias de precios que supongan una novedad auténtica respecto a las estrategias tradicionales que se aplican, en la actualidad, en la mayor parte de los países industrializados, y hasta qué punto los cambios que introducen tienen un carácter fundamental o secundario. Por otra parte, tras reconocer determinadas ventajas potenciales en las estrategias

de precios, se trata de distinguir en qué contextos puede resultar adecuada su adopción, y en aquellos que no reúnan las condiciones requeridas, determinar la posibilidad de incorporar a las estrategias vigentes algunos de los elementos a los que se asocian estas ventajas.

El trabajo se estructura como sigue: en el epígrafe 2, se revisa la evolución del debate desarrollado en el plano teórico, en torno a la efectividad y a las capacidades potenciales de la política monetaria, considerando las distintas formulaciones que se han propuesto para ella. El reflejo de este debate en las estrategias monetarias aplicadas por los principales países, atendiendo especialmente al período más reciente, se recoge en el epígrafe 3. A continuación, el trabajo se centra en las estrategias de seguimiento directo de los objetivos últimos, cuyos rasgos y resultados se analizan, de forma global, en el epígrafe 4. El último epígrafe se reserva para las conclusiones. En un anejo del trabajo, se recogen las peculiaridades que ha revestido su aplicación práctica en los países que las han adoptado -Nueva Zelanda, Canadá, el Reino Unido y Suecia-.

2.- EL DEBATE TEÓRICO

2.1 Reglas frente a discrecionalidad

En la década de los setenta, parecía existir un consenso, a nivel institucional, en torno a la validez de las estrategias de objetivos intermedios en términos de agregados monetarios, para responder a las cuestiones que se planteaban en los debates teóricos entre reglas y discrecionalidad. En los foros académicos, monetaristas y keynesianos enfrentaban sus posiciones en torno a la capacidad de la política monetaria para afectar el nivel de actividad -y no solo a los precios- y, en concordancia con las posturas respectivas, respecto a la conveniencia de adoptar reglas (monetaristas), o dejar un margen de discrecionalidad a las autoridades monetarias, para responder a las perturbaciones que afectarían al nivel de empleo (keynesianos). La introducción de la teoría de las expectativas llevó finalmente a admitir, desde ambas posiciones, que la política monetaria no podía afectar a las variables reales a largo

plazo (en el que la curva de Phillips era vertical, la inflación esperada se igualaría a la efectiva y el desempleo se situaría en su tasa natural).

En el corto plazo, incluso en el supuesto de que los agentes formaran sus expectativas racionalmente, la constatación de las rigideces de precios y salarios existentes en todas las economías llevaba a la aceptación generalizada de la capacidad de la política monetaria de afectar a la producción y al empleo, y también, por lo tanto, de facilitar los procesos de ajuste de los precios hacia el equilibrio. Sin embargo, las dificultades para identificar los "shocks" que afectaban a las economías elevaban la probabilidad de responder con medidas discrecionales erróneas o, aun en los casos en que no lo fueran, de impacto no fácilmente modulable; de este modo, para algunos, la política monetaria terminaba configurándose como una nueva fuente de incertidumbre, que se añadía a las múltiples incertidumbres y a la complejidad de las economías.

La literatura sobre el "problema de consistencia temporal de las actuaciones del banco central" introdujo nuevos matices en la discusión: las ganancias en producción y empleo en el corto plazo, cuando los bancos centrales cedían a la tentación de adoptar políticas más expansivas, se enfrentaban a los costes en términos de pérdida de credibilidad -y efectividad- de la política antiinflacionista a largo plazo, puesto que los agentes, cada vez más capaces de anticipar conductas expansivas por parte de los bancos centrales, las traducirían en alzas de salarios y precios, anulándose cualquier posible impacto sobre la actividad. Las reglas se presentaban, en este contexto, como una solución al problema de credibilidad de las actuaciones del banco central, limitando el margen de este para seguir políticas más expansivas y/o las expectativas de los agentes en este sentido. El razonamiento operaba de forma simétrica, de modo que los intentos de reducir la inflación serían menos costosos, en términos de aumentos transitorios del desempleo, cuanto mayor fuera la credibilidad de la política monetaria.

Si con estos argumentos se eliminaban los incentivos para "inflar", impulsando la actividad, por otra parte se acentuaban los estímulos para reducir la inflación, apoyados en la disminución subsiguiente de su variabilidad y de la incertidumbre. Aun aceptado el "trade-off" a corto

plazo entre actividad y precios, entendido como tasas de paro menores asociadas a tasas de inflación mayores, la experiencia parecía indicar que las pretensiones de forzar la economía por encima de su potencial conducían a mayor inflación (mayor incertidumbre) y, eventualmente, a una contracción de la producción y a mayor -y no menor- desempleo. Es decir, no solo había que distinguir entre curvas de Phillips a corto y a largo plazo sino, también, considerar los desplazamientos de unas y otras asociados a cambios de expectativas. Las autoridades podían utilizar su margen de discrecionalidad para afectar al nivel de empleo, pero los resultados no eran claramente predecibles, y la evidencia empírica señalaba que cuanto mayores tendían a ser la inflación y las expectativas inflacionistas, mayor solía ser su volatilidad, menor la estabilidad de la relación inflación-paro y, por lo tanto, con menores posibilidades de ser explotada. De esta forma, incluso admitido el uso de la discrecionalidad para afectar la producción, en determinadas circunstancias, sus inconvenientes tendían a superar a sus ventajas conforme el entorno tendía a ser más inflacionario.

De la evolución de este debate se deriva la interpretación más ampliamente aceptada de cuál debe ser la contribución de la política monetaria al crecimiento sostenido: la creación de un marco de estabilidad tal, que la inflación y las expectativas de inflación (deflación) generalizadas pueden omitirse como argumentos en las funciones de decisión de los agentes. El cumplimiento de esta función se enfoca a través de la adopción de posiciones que combinan componentes de regla -entendiendo el término en un sentido amplio- y componentes de discrecionalidad. Esto no supone la aceptación de una política monetaria activista, en la que las autoridades pueden administrar sin ningún control externo y con cualesquiera objetivos -entiéndase producción y empleo, con prioridad respecto a precios- un margen de discrecionalidad. En general, esta combinación se entiende como la definición precisa de un objetivo (y de las circunstancias anormales que pueden justificar su incumplimiento y hasta qué extremo este puede aceptarse) que sirva de baremo para juzgar las actuaciones del banco central, y una cierta flexibilidad, en cuanto que se admiten ciertas desviaciones y se dejan a la discrecionalidad de los gestores las decisiones a corto plazo sobre la forma y los medios para alcanzarlo. Su reflejo en la práctica, día a día, pudiera

resultar difícil de distinguir, en algunas ocasiones, respecto al de políticas monetarias activistas; pero, observado con una perspectiva más amplia, revela un enfoque de la política monetaria muy diferente, que considera que los resultados de las actuaciones de las autoridades monetarias dependen, en gran medida, del impacto sobre las expectativas de los agentes y de su credibilidad.

2.2 Distintas estrategias alternativas

Los objetivos a los que se asocia el componente de regla, para potenciar la disciplina y la credibilidad de cualquier estrategia, deben tener un cierto grado de precisión, ser fáciles de interpretar por los agentes y tener carácter vinculante para las autoridades. Ahora bien: partiendo de estos requisitos, la discusión prosigue, apoyándose en modelos teóricos y en consideraciones de aplicación práctica, entre la definición del objetivo directamente sobre la variable final -los precios-, o bien sobre una variable intermedia, respecto a la que hay un extenso rango de opciones: agregados monetarios más o menos amplios -incluidas sus definiciones más estrechas, como la base monetaria o el efectivo en manos del público-, agregados crediticios, tipos de interés nominales o reales, el tipo de cambio, el PIB nominal o, incluso, en algunas formulaciones, los precios de las materias primas. Estas variables responden de forma distinta a las diversas perturbaciones que afectan a las economías y, por ello, difieren en su carácter operativo (su contenido informativo, su controlabilidad y la estabilidad de su relación con las variables últimas), en sus propiedades estabilizadoras y, en fin, en su capacidad para dotar de credibilidad al objetivo definido correspondiente. Todos estos factores determinan las ventajas relativas de unas frente a otras, de modo que la discusión en la literatura no puede ofrecer una conclusión unívoca y, en última instancia, la opción por una u otra depende de las peculiaridades de cada economía y del tipo de "shock" que la afecte con mayor frecuencia.

No obstante, para una valoración más acertada de las estrategias alternativas planteadas, resulta apropiado tener presentes los condicionantes generales, comunes a todas ellas, derivados del marco en el que se aplican. El contexto en el que se desenvuelve la política

monetaria en los países desarrollados se caracteriza por la existencia de un entramado complejo de interrelaciones de las variables económicas, que da lugar a retrasos, largos y complicados, y a incertidumbres, entre las medidas de política monetaria y su impacto sobre la evolución de los precios. Por una parte, porque las economías existentes no permiten el ajuste instantáneo de precios y salarios que supone el modelo teórico neoclásico y subsisten numerosas rigideces en los mercados (a pesar de su flexibilidad creciente en los países industrializados a lo largo de las dos últimas décadas y, en particular, de la integración de las economías, en algunas áreas, con los procesos que comporta). Por otra parte, porque las decisiones de producción y gasto responden, de forma creciente, a las relaciones de intermediación y a las expectativas de los agentes (ahorradores y consumidores, inversores e intermediarios financieros), lo que hace que estas desempeñen un papel fundamental en la determinación de los precios; y las expectativas de los agentes no siempre son racionales, muestran frecuentemente muchas inercias y, en presencia de incertidumbre, se configuran, en ocasiones, de forma difícil de predecir y corregir (en particular, las expectativas respecto al uso que las autoridades puedan hacer de la capacidad de la política monetaria para afectar a la producción en el corto plazo, capacidad asociada, precisamente, a las rigideces existentes en los mercados). Los retardos resultantes en el proceso de transmisión comprometen la consecución de los objetivos de las estrategias monetarias, en una u otra medida, según la variable sobre la que se definan, y justifican la relevancia de las respectivas capacidades para reconducir las expectativas.

La comparación de las estrategias directas frente a estrategias en dos niveles con objetivos intermedios se desarrolla en los siguientes epígrafes. A modo de resumen cabe señalar, en primer lugar, que no se encuentran ventajas obvias de una frente a otra en cuanto a su credibilidad, en el sentido de que ambas pueden permitir a los agentes contrastar, de forma regular, los logros o las desviaciones respecto a los objetivos definidos. Sin embargo, la existencia de retardos en la información y en la transmisión de los impulsos de la política monetaria hacia las variables finales sitúa en desventaja a las estrategias directas en términos de controlabilidad (los precios están sujetos a un conjunto de influencias cruzadas, en general, más amplio que el que afecta a las

variables intermedias de carácter financiero); esta desventaja puede anularse si la definición de objetivos sobre variables intermedias provoca cambios en las conductas de los agentes, tales que rompen la estabilidad de la relación de estas variables respecto a las finales¹ o, en cualquier caso, si los procesos de innovación financiera generan inestabilidad en esta relación. Por otra parte, cuanto más flexibles tienden a ser los mecanismos de determinación de precios y salarios en una economía y mayor la financiación a tipo variable, la longitud de los retardos en la transmisión es menor, y menores las desventajas de las estrategias directas.

Las restantes diferencias relevantes entre ambas estrategias responden a las características y a las propiedades estabilizadoras atribuidas a los precios frente a la variable intermedia que se considere.

En el caso de la definición de objetivos de precios², la desventaja más destacable se deriva de su incumplimiento ante perturbaciones de oferta, que obliga a modificar los objetivos o a admitir las desviaciones y, en ambos casos, para evitar una erosión de la credibilidad, a justificar estos cambios ante el público; por ello, son objetivos inapropiados si la frecuencia de estos "shocks" es elevada. Por otra parte, en tanto no se identifican estas perturbaciones, el mantenimiento del objetivo induce un sesgo sobre la actividad.

Los objetivos definidos sobre el nivel de precios difieren en sus propiedades de los establecidos sobre la tasa de inflación. Aquellos son más rígidos, pero comportan una capacidad disciplinadora mayor. Ambos

¹ Este es el problema que señalaría la Ley de Goodhart -según la cual, cualquier regularidad estadística observada en una variable tenderá a desaparecer a medida que las autoridades presiones sobre ella, con el fin de controlarla- o, con una perspectiva teórica más amplia, la crítica de Lucas.

² El trabajo se centra en las estrategias con objetivos de inflación que admiten valores positivos de esta (aunque, en ocasiones, se incluye el valor cero en el intervalo objetivo), que son las que se están aplicando en la práctica. Deben distinguirse de los objetivos estrictos de inflación cero -como se discute en el epígrafe 4-, y ambos, de los objetivos sobre el nivel de precios.

tipos de objetivos permiten incorporar en su definición variaciones anticipadas de los precios: como una deriva en el nivel de los precios, o bien, mediante tasas de inflación objetivo superiores a cero. Sin embargo, los objetivos sobre el nivel de precios tienden a ser más rígidos, en parte, porque puede resultar más complicado incorporar las variaciones anticipadas de los precios -las que se opte por admitir- en una deriva, que en una senda de evolución de la inflación, con etapas sucesivas. Pero la rigidez de los objetivos de nivel se revela, fundamentalmente, como resultado de las perturbaciones no anticipadas en la evolución de los precios, que tienen un impacto sobre el nivel de carácter permanente -un "efecto escalón"- que, en caso de no aceptarse una modificación del objetivo, condiciona -junto a las perturbaciones ocurridas en cualquiera de los períodos previos- las medidas monetarias durante todos los períodos posteriores, hasta su corrección; el impacto correspondiente de estas perturbaciones sobre la tasa de inflación sería transitorio -únicamente en el período en el que se producen-. No obstante, el carácter más restrictivo de los objetivos sobre el nivel de precios tiene como virtud el forzar una actitud más disciplinada de las autoridades, por lo que, en determinadas circunstancias, pueden permitir conformar una estrategia de mayor credibilidad³.

Las propuestas de definición de objetivos para el PIB nominal pretenden corregir el sesgo sobre la actividad que se atribuye a las estrategias de precios, determinando una regla que lleva implícito el objetivo de precios, pero permite una mayor flexibilidad. En el corto plazo, dicha regla puede tener carácter anticíclico -y, en concreto, si la evolución de los precios resulta inferior al objetivo, deja margen para mayor expansión de la actividad, por lo que puede ser menos contractiva sobre la producción y el empleo-; también puede permitir acomodar los "shocks" de oferta (aunque sin precisar la distribución del impacto entre producto real y precios); no obstante, en el medio-largo plazo, permite el cumplimiento del objetivo de precios, de forma similar. Sin embargo, presenta problemas operativos (retrasos y peor calidad de los datos del gasto nominal respecto a los de precios o de variables financieras), de

³ En Gavin y Stockman (1991) se ofrece un análisis comparado de ambos tipos de objetivos.

controlabilidad y de identificación del impacto de las medidas monetarias sobre la variable objetivo, todos ellos, probablemente, aún mayores que en el caso de los objetivos de precios. Por otra parte, la diversidad de factores ajenos a la esfera monetaria que afectan la evolución del PIB complica la interpretación por parte de los agentes de las responsabilidades de la política monetaria dentro de las políticas económicas, lo que puede ir en menoscabo de su credibilidad.

En última instancia, todas las reglas mantenidas sobre variables nominales (precios, tipos de interés nominales, agregados monetarios) fracasan en su capacidad estabilizadora ante perturbaciones de oferta, ante las cuales se muestran incapaces de aislar la evolución de la producción, de forma que, si esto es lo que pretenden las autoridades, los objetivos establecidos sobre estas variables habrán de modificarse. La defensa de las reglas sobre tipos de interés reales se apoyan en su capacidad potencial para aislar la producción del efecto de los "shocks" de oferta no anticipados, obviamente, a cambio de la absorción de estos "shocks" por los precios⁴. Sin embargo, la definición de objetivos específicos de tipos de interés reales plantea ciertas dificultades de muy difícil superación⁵, como son: la definición específica del tipo de interés real (la medición de la inflación esperada y la elección del tipo de interés concreto representativo para todos los sectores de la economía), el problema más relevante de la determinación de su nivel de equilibrio (que puede fluctuar a lo largo del ciclo) y la capacidad reducida de la autoridad monetaria para controlar, en el corto plazo, la evolución de esta variable

⁴ Diversos estudios coinciden en señalar el planteamiento de objetivos de tipos de interés reales como política óptima -frente a las que definen objetivos de tipos de interés nominales, de agregados monetarios o crediticios-, cuando la frecuencia de los "shocks" de demanda agregada es relativamente reducida. En particular, Jenkins y Walsh (1985) definen reglas específicas para cada variable objetivo; en el modelo planteado, la regla sobre tipos de interés reales muestra una capacidad estabilizadora superior frente a "shocks" de oferta y a perturbaciones de origen financiero, mientras que la regla sobre el agregado crediticio se revela superior ante "shocks" de demanda agregada.

⁵ A pesar de ello, la experiencia de la política monetaria brasileña desde noviembre de 1986 a diciembre de 1988 sugiere que existe la posibilidad de aplicar este tipo de regla.

objetivo (en el largo plazo, su evolución es independiente de la política monetaria).

En la elección de un objetivo intermedio entre las variables financieras, la primera opción que se plantea es entre variables de cantidades (agregados monetarios/crediticios) y de precios (tipos de interés nominales y tipos de cambio). Atendiendo a su capacidad estabilizadora, la opción se resuelve, desde el análisis clásico de Poole (1970), a favor de las variables de cantidades en el caso de perturbaciones de la demanda originadas en el sector real, y a favor de las variables de precios cuando las perturbaciones tienen un origen financiero. No obstante, en la determinación de un objetivo sobre los tipos de interés nominales habría que solventar problemas de identificación - como la discriminación exacta de los factores fiscales y, con más dificultad, distinguir el componente de tipo de interés real y el de inflación esperada- que, en los agregados monetarios y crediticios, tienen menor entidad y una naturaleza distinta (determinar qué componentes se incluyen en el agregado objetivo). Respecto a criterios de controlabilidad de las variables y de identificación del impacto de la política monetaria sobre su evolución, en principio, los tipos de interés mostrarían problemas mayores, en cuanto que recogen influencias de tipo muy diverso. Sin embargo, la experiencia de definición de objetivos de agregados monetarios ha mostrado sucesivos episodios con problemas de control e inestabilidad de la relación con las variables finales, que evidencian cómo su evolución tiende a responder, en muchas ocasiones, menos a las decisiones de producción y gasto de los agentes, y más a cambios en las pautas de intermediación y a perturbaciones financieras diversas.

La opción entre agregados monetarios y crediticios depende, en primer lugar, de los condicionantes impuestos por los objetivos globales de las políticas económicas. Los agregados crediticios resultan especialmente adecuados en economías con déficit crónicos de balanza de

pagos en las que se adopta un sistema de tipos de cambio fijo⁶, aunque también presentan ciertas ventajas en las que, sin tener un problema fundamental de esta naturaleza, se pretende subrayar el compromiso de estabilidad del tipo de cambio. En los casos en los que este criterio no resulta decisivo para la opción, adquiere mayor relevancia la fiabilidad, puntualidad y precisión de las fuentes de información sobre la evolución de los agregados correspondientes que, en general, suelen ser mayores en las referidas a los agregados monetarios⁷. Para ambos tipos de variables -monetarias o crediticias-, la elección entre definiciones amplias o estrechas del agregado depende de la importancia que se conceda a los problemas de control y, asociada a estos, a una posible mayor volatilidad inducida sobre los tipos de interés -problemas que tienden a ser mayores en los agregados amplios- frente a las cuestiones de inestabilidad de la relación con las variables últimas -en general, mayor en los agregados estrechos-⁸.

⁶ En un sistema de tipo de cambio fijo, un objetivo de crédito interno proporciona una regla de acomodación automática de la variación de reservas, mientras que los objetivos de agregados monetarios admiten crecimientos continuos del crédito interno -si están compensados por la salida de reservas- y, en este caso, no se induce el ajuste del gasto interno que requiere la economía, ni la corrección del desequilibrio externo.

⁷ Ello depende, fundamentalmente, de la evolución de las técnicas de control monetario en los distintos países que, al haber partido, en mayor número de casos, de la definición de objetivos en términos de agregados monetarios, han tendido a desarrollar en mayor medida el aparato estadístico de manejo de la información procedente de los pasivos del sistema crediticio -agregados monetarios estrechos-, aunque también se han analizado, en tanto que son su contrapartida en el activo, los agregados crediticios. No obstante, las principales dificultades en la recogida de información han surgido conforme los procesos de desintermediación financiera se han ido desarrollando, aconsejando completar la información con la de la evolución de los flujos de financiación de la economía fuera del sistema crediticio, de obtención más complicada; y estas dificultades son de entidad similar para el análisis de los agregados monetarios y para el de los crediticios.

⁸ Esta disyuntiva es aceptada, en general, en estos términos y, en la práctica, ha tendido a resolverse en favor de los agregados monetarios amplios. No obstante, en algunos países se ha optado por el control de agregados tan estrechos como la base monetaria (p.ej., Suiza) y diversos trabajos teóricos cuestionan las ventajas atribuidas

La opción por un objetivo de tipo de cambio se defiende -y resulta especialmente idónea- en economías pequeñas y muy abiertas, pero puede resultar menos adecuada en economías grandes, en las que, pese a que el grado de apertura pueda ser considerable, el componente de demanda externa en el PIB suele ser mucho menos importante que el de demanda interna. Las desventajas de un objetivo relativamente estricto de tipo de cambio -como son los posibles problemas de credibilidad por permanecer la decisión sobre determinados aspectos de la política cambiaria fuera de las competencias del banco central, la renuncia a una política monetaria autónoma que implica, en un contexto de liberalización total de los flujos de capitales con el exterior, y los riesgos asociados a movimientos de capital estrictamente especulativos- son ampliamente admitidas. Solo pueden verse compensadas por un grado de integración económica suficiente con el área o el país respecto al que se fija el tipo de cambio y/o por la carencia de una reputación antiinflacionista propia, que revela las claras ventajas de importar la credibilidad.

Desde algunas instancias, se ha abogado por definir objetivos (quizá sin plantearlos como una regla en sentido estricto) sobre otras variables, como la curva de rendimientos y los precios de los productos primarios, en las que se destaca su capacidad para reflejar, con rapidez, la evolución de los fundamentos. Sin embargo, presentan ciertos problemas, que no aconsejan sustituir su función de indicadores por la de guías de la política monetaria. La curva de rendimientos puede reflejar las expectativas del mercado sobre la evolución futura de la actividad (incorporadas en el componente de tipo de interés real) y de los precios; una estrategia por parte de las autoridades monetarias de "actuar aplanando la curva" tendería a dar lugar a políticas monetarias anticíclicas que partirían de la percepción de los mercados sobre la posición en el ciclo de la economía. Sin embargo, el atractivo que, en el plano teórico, puede presentar este tipo de estrategias no basta para hacer depender las decisiones de política monetaria de la configuración específica de la curva de rendimientos: ello supone confirmar las expectativas del mercado y,

a los agregados amplios, apoyando la opción por los estrechos (p.ej., ver Boschen (1990) sobre estrategias basadas en el control del efectivo en manos del público).

como es generalmente admitido, estas sobrerreaccionan en numerosas ocasiones y no responden siempre a los fundamentos a largo plazo, sino también a opiniones subjetivas de los agentes sobre el curso futuro de la política monetaria y, en particular, en algunos casos, respecto a las reacciones de las autoridades ante presiones especulativas.

Respecto a las propuestas de objetivos sobre los precios de los productos primarios, se han apoyado en que, por una parte, determinan los costes, cuya evolución incide directamente en los precios finales y, por otra, en su celeridad para responder a los "shocks", dado que se determinan en mercados de subasta, por lo que, a diferencia de los índices generales de precios, su comportamiento no está restringido por relaciones contractuales a plazo; no obstante, como muestra la evidencia empírica, esta propiedad solo los convierte en un indicador adelantado de la evolución del índice general de precios y no en un predictor exacto. Por otra parte, los objetivos sobre un índice de precios de productos primarios no resuelven los principales problemas que presentan los objetivos finales sobre un índice de precios de consumo (su insuficiencia como guías operativas, las dificultades para definir el nivel de equilibrio de referencia, o la necesidad de modificación ante "shocks" de oferta) y presentan problemas añadidos, como son las dificultades para determinar la cesta de referencia o el nivel objetivo apropiado, así como la insuficiencia -aún más evidente- de los mecanismos a disposición de las autoridades monetarias de un país, para controlar su evolución.

La revisión de las distintas alternativas de objetivos intermedios o finales presentadas en la literatura no apunta una opción preferida entre ellas, puesto que la decisión última depende del contexto concreto en el que se tome. Ante la variedad de opciones, la única conclusión generalmente aceptada, en la actualidad, se describe en términos muy vagos, y define la estrategia ideal como una mezcla de ciertas dosis de discrecionalidad y una regla contingente, parcialmente, al estado de la economía; en aras de la credibilidad, se apuntan como fundamentales unas estructuras institucionales que proporcionen incentivos fuertes a las autoridades para seguir la regla en las circunstancias normales, pero no tan estrictos que no permitan que las perturbaciones de gran magnitud sean acomodadas como una desviación transitoria de la regla.

3.- EVOLUCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS MONETARIAS TRADICIONALES

3.1 Las tendencias globales

La ruptura del sistema de Bretton Woods a principio de la década de los setenta supuso el paso a la libre flotación de las principales monedas y, en los primeros años, a una cierta indefinición de las políticas monetarias nacionales. Hasta entonces, la existencia de controles de capitales había permitido compatibilizar el sistema de fijación del tipo de cambio con políticas monetarias de carácter predominantemente discrecional, en las que primaban los objetivos de sostenimiento o impulso de la actividad, en detrimento de la disciplina antiinflacionista. Este tipo de políticas contribuyó a configurar -junto con la falta de disciplina fiscal y salarial y el paso a la flotación- un entorno favorable al proceso inflacionario que siguió al primer "shock" del petróleo, en 1973.

En este contexto, resultó obvia la conveniencia de reforzar la disciplina monetaria y esta se entendió, en general, como la definición de reglas precisas asociadas a estrategias en dos niveles. Las variables que mejor satisfacían, entonces, con generalidad, los requisitos básicos de controlabilidad y de estabilidad (y predecibilidad) de su relación con las variables últimas eran los agregados monetarios. La mayor parte de los países industrializados estableció objetivos de crecimiento de los agregados monetarios⁹, que fueron seguidos con un mayor o menor grado de flexibilidad, en función, entre otros factores, de la valoración dada por cada economía al objetivo último antiinflacionista de la política monetaria, de los "shocks" específicos recibidos y del grado de adhesión a un compromiso cambiario. Recuérdese que en este período, que se prolonga durante la primera mitad de los años ochenta, una estrategia de

⁹ En los primeros años setenta, se inició el seguimiento de estas estrategias en diversos países, liderados por Estados Unidos, aunque todavía de un modo informal. Los objetivos comenzaron a determinarse, formalmente, en 1975 en Alemania (para la base monetaria; desde 1989 para M3) y en Canadá (M1), en 1976 en Estados Unidos (para M1, M2 y, posteriormente, M3), en 1977 en Francia (M2, posteriormente M3), en 1978 en España (para M3; desde 1984 para ALP) y en Japón (M2+CDs), en 1979 en el Reino Unido (para M3; desde 1986 para M0) y en 1984 en Italia (para M2).

política monetaria autónoma resultaba plenamente factible, en la medida en que los principales países, o bien mantenían un sistema de tipos de cambio flexibles respecto a todas las restantes monedas, o bien retenían controles de capitales lo suficientemente estrictos para conciliar un sistema de tipo de cambio fijo -y el objetivo intermedio de tipo de cambio asociado a él- con un cierto grado de autonomía de la política monetaria.

Sin embargo, los procesos de innovación financiera, la deregulación de los mercados financieros internos y la integración creciente de los mercados de capitales comenzaron a reflejarse en una pérdida progresiva de la estabilidad de la demanda de dinero, hasta terminar invalidando el seguimiento estricto de objetivos monetarios como guía de una política monetaria a corto y medio plazo y, en cierta medida, como anclaje único de una estrategia de largo plazo. La confianza de los primeros años ochenta en estas estrategias, corroborada por el proceso de reducción de la inflación a lo largo de gran parte de la década en los principales países, fue dando paso a un creciente sentimiento de frustración, a medida que se experimentaba con sucesivas definiciones de agregados monetarios, y había que rectificar, según su relación con las variables últimas mostraba, cada vez en más ocasiones, señales de inestabilidad y dificultades crecientes para su predecibilidad. Estos procesos han favorecido una tendencia progresiva hacia una mayor discrecionalidad en la toma de decisiones de la política monetaria, incluso en los países que han desarrollado estrategias más ortodoxas; en otros, en los que la falta de disciplina de la política monetaria había sido tradicionalmente mayor, este contexto amparó, durante un tiempo, la postergación de la corrección de tal conducta.

El margen en el que la política monetaria puede afectar a la producción en el corto plazo -asociado a la complejidad del proceso de transmisión de los impulsos monetarios y a la existencia de retardos- ha sido valorado de distinta manera, a lo largo del periodo analizado, en unos u otros países. La valoración ha dependido de la menor o mayor importancia concedida en cada uno de ellos a la generación de incertidumbres adicionales en la economía y de su confianza en la capacidad de las medidas monetarias para proporcionar los resultados deseados. En algunos países, parece haberse renunciado, efectivamente,

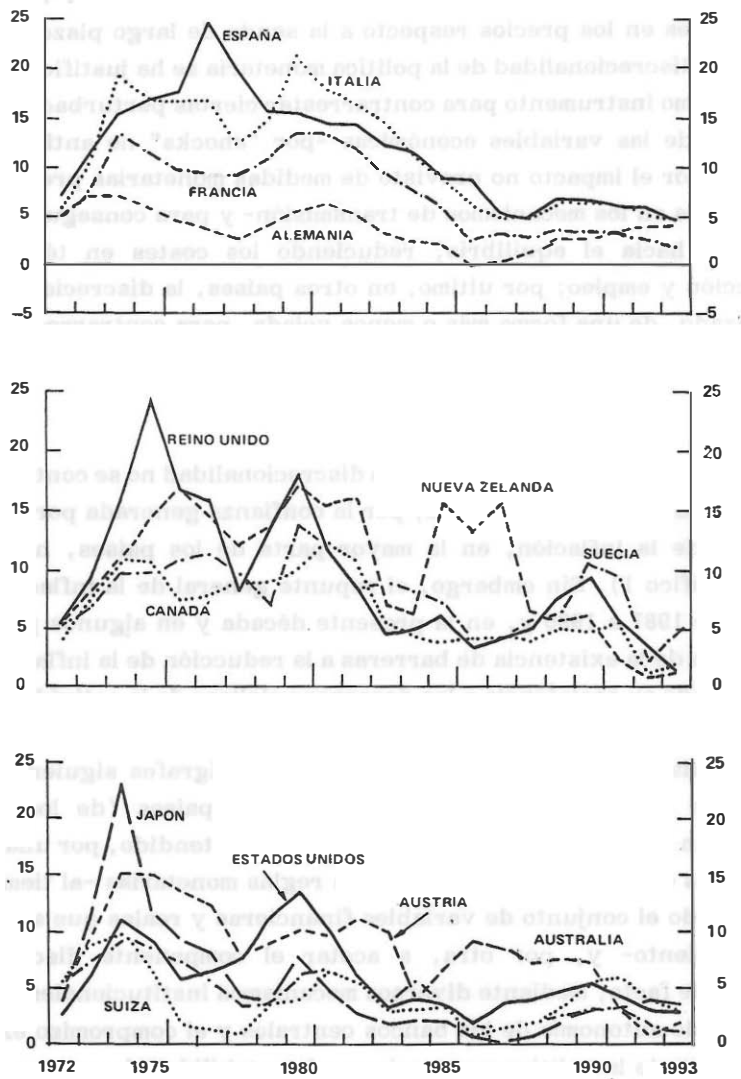
a cualquier ambición de afectar el nivel de actividad -de modo que la discrecionalidad de la que se hace uso en el corto plazo ha respondido, esencialmente, a la necesidad de más grados de libertad en la toma de decisiones cuando las referencias de la política monetaria han enviado señales confusas- y se ha mantenido como restricción el no aceptar desviaciones en los precios respecto a la senda de largo plazo; en otros países, la discrecionalidad de la política monetaria se ha justificado por su utilidad como instrumento para contrarrestar ciertas perturbaciones en la evolución de las variables económicas -por "shocks" no anticipados o, incluso, por el impacto no previsto de medidas monetarias previas, ante alteraciones en los mecanismos de transmisión- y para conseguir acelerar su ajuste hacia el equilibrio, reduciendo los costes en términos de producción y empleo; por último, en otros países, la discrecionalidad se ha utilizado, de una forma más o menos velada, para contrarrestar, en el corto plazo, los efectos de la coyuntura cíclica sobre la producción y el empleo.

Esta tendencia general hacia la discrecionalidad no se contempló con gran preocupación, inicialmente, por la confianza generada por el rápido descenso de la inflación, en la mayor parte de los países, hasta 1987 (véase gráfico 1). Sin embargo, el repunte general de la inflación en el período de 1987 a 1990 y, en la presente década y en algunos países, la percepción de la existencia de barreras a la reducción de la inflación, que han mostrado su resistencia a los descensos cíclicos de la actividad, están introduciendo elementos correctores de dicha tendencia. En efecto: algunos países (los que se analizarán en los epígrafes siguientes) han rediseñado sus estrategias monetarias; otros países (de los que se realizará un somero análisis en este epígrafe) han tendido, por una parte, a aliviar los elementos de rigidez de sus reglas monetarias -al tiempo que han ampliado el conjunto de variables financieras y reales que son objeto de seguimiento- y, por otra, a acotar el componente discrecional, existente de facto, mediante diversos mecanismos institucionales -como la concesión de autonomía de los bancos centrales y el compromiso explícito e inequívoco de la política monetaria con la estabilidad de precios-.

El tipo de régimen cambiario mantenido ha sido un condicionante clave en el desarrollo de las estrategias monetarias aplicadas en los

Gráfico I

INFLACIÓN: EVOLUCIÓN EN LOS PRINCIPALES PAÍSES (a)



Fuente: Banco de España.
(a). Tasas de variación interanual del IPC.

distintos países, a lo largo de estos años, así como de los replanteamientos más recientes. La ruptura del acuerdo de Bretton Woods implicó la flotación generalizada de los tipos de cambio. Algunos países de la Comunidad Europea, integrados en un área económica con un cierto nivel de cohesión interna, optaron, en 1979, por un acuerdo de fijación del tipo de cambio, con diversos grados de flexibilidad -el Sistema Monetario Europeo-, al que se producirían incorporaciones posteriores. Otros países han mantenido vinculaciones unilaterales del tipo de cambio de sus monedas respecto a otras: en Europa, los países nórdicos frente al ECU, o Austria frente al marco alemán, y, por esta vía, procuraban importar credibilidad antiinflacionista y beneficiarse de la estabilidad cambiaria con un área con la que los intercambios comerciales eran elevados; en otras áreas, países en procesos de desarrollo, como Hong-Kong, Singapur o, más recientemente, Argentina, han establecido, a través de instituciones tipo "Currency Board", vínculos más rígidos para sus monedas -y para su política monetaria-, tomando como referencia el dólar norteamericano.

En fin, otro grupo de países -en el que estarían incluidos Estados Unidos, Japón, Canadá, el Reino Unido (en algunos periodos), Australia, Nueva Zelanda o Suiza-, en los que no se daba ninguna de las condiciones mencionadas, optaron por un sistema de tipos de cambio flexibles con flotación controlada por el banco central, en el que aún continúan, y que ha tendido, con mayor o menor énfasis y/o mayor o menor éxito, según los casos, a preservar la orientación de la política monetaria hacia los objetivos internos.

La nueva caracterización del entorno económico, tras la eliminación progresiva de las trabas a la libre circulación de capitales a nivel internacional -total hoy en el ámbito de la UE y muy elevada entre los restantes países- ha aumentado, considerablemente, la interdependencia de las políticas monetarias nacionales y ha demostrado que, en efecto, la opción por un sistema de tipo de cambio fijo estricto, con libre movilidad del capital, supone renunciar a la autonomía de las políticas monetarias nacionales, obligando a relegar los objetivos cuantitativos en beneficio del objetivo cambiario, y aceptando como objetivo último la tasa de inflación interna que resulta coherente con la inflación del país ancla.

En los países del SME, mientras el país central, Alemania, ha mantenido un ancla nominal interna sólida (el agregado monetario) y válida para todo el Sistema, el régimen de fijación del tipo de cambio se ha mostrado como la mejor vía de anclaje de las políticas monetarias respectivas, perdiendo protagonismo, paulatinamente, los agregados monetarios. Sin embargo, la referencia del país central fue perdiendo virtualidad a medida que se manifestaban determinados efectos de la Unificación -"shock" asimétrico para el Sistema y específico del país central- sobre la economía alemana, y conforme la eliminación total de los controles de capitales impedía, en los restantes países, aislar las políticas monetarias internas de los determinantes externos. El reflejo de todo ello fue un periodo de turbulencias cambiarias recurrentes, en las que se puso de manifiesto la percepción por el mercado de los conflictos entre los requisitos internos y externos de sus políticas monetarias. Finalmente, algunos países han optado por abandonar el SME y plantearse nuevas estrategias monetarias, y otros, por mantener el acuerdo cambiario con un margen mayor de flexibilidad (desde el mes de agosto pasado, con una ampliación sustancial de las bandas de fluctuación de las monedas, hasta el 15%) y reconsiderar la valoración de las referencias monetarias internas.

No obstante, la nueva posibilidad abierta a los países del SME para prestar más atención a estas referencias internas ha encontrado ciertos problemas, los mismos, ya mencionados, a los que en los últimos años se ha enfrentado la mayor parte de los países industrializados que perseguían una estrategia monetaria doméstica, definida en términos de objetivos intermedios cuantitativos. Todo ello ha impulsado la investigación sobre nuevas referencias y estrategias alternativas de política monetaria, en las que el seguimiento de los agregados monetarios tiene un papel complementario. Diversas propuestas revitalizan el papel de los objetivos en términos de PIB nominal, la conveniencia de atender a la evolución de los tipos de interés reales o centrarse directamente en la inflación y, las más osadas, a propugnar la reducción de la política monetaria a una regla cambiaria en la que los bancos centrales actuarían como meras instituciones de emisión y cambio de moneda, suprimiendo cualquier opción de comportamiento discrecional.

3.2 Su aplicación en la actualidad: diversos enfoques

A pesar de esta diversidad de propuestas, existe, actualmente, un consenso general en los siguientes puntos: la prioridad del objetivo antiinflacionista de la política monetaria frente a otros objetivos posibles, la conveniencia de definir como referencia, más o menos explícita, la estabilidad de precios y la relevancia de los logros en el medio-largo plazo frente a estrategias más activistas y con un enfoque más de corto plazo.

Solo un número reducido de países ha introducido un cambio radical en sus estrategias previas, si bien es de un carácter más formal que esencial. Los restantes países las están modificando, de forma paulatina, concediendo una ponderación relativa diferente a unos u otros instrumentos y variables, según observan su mayor o menor validez para responder a los comportamientos de sus sistemas financieros, los "shocks" predominantes en sus economías, etc.

Una revisión somera de las estrategias aplicadas actualmente en este último grupo de países revela estas diferencias, tanto en las formulaciones previas como en las más recientes. La diversidad de enfoques se aprecia incluso entre aquellos países que coinciden en mantener oficialmente un régimen de tipo de cambio flexible -con los que se inicia esta revisión- y en definir estrategias con objetivos intermedios en términos de agregados monetarios. La política monetaria en Estados Unidos ha tenido un carácter cuantitativo menos marcado que, por ejemplo, en Suiza y en Alemania. El enfoque de cantidades no se ha extendido a todos los niveles de la estrategia; incluso en el período en el que el seguimiento de objetivos cuantitativos se planteó con un mayor rigor, no se aplicó en el ámbito de la instrumentación (si se exceptúa el período 1979-82), de forma que los objetivos operativos en términos de tipos de interés han prevalecido frente a los de volumen de liquidez. Respecto al nivel intermedio, el grado de adhesión a los objetivos monetarios ha sido menor, puesto que los problemas de inestabilidad de la demanda de dinero comenzaron a manifestarse antes, de forma significativa ya en la primera parte de la década de los ochenta (y, frente al caso de Alemania, han sido de una entidad mayor, para agregados comparables). De hecho, aunque de

manera no formal, desde 1993, los antiguos objetivos de crecimiento de M2 y de M3 han pasado a ser considerados como rangos de control¹⁰.

Por otra parte, en los últimos años se hace referencia, con frecuencia creciente, a la evolución de los tipos de interés reales. En principio, responde a su virtualidad como objetivos intermedios, fijados en el nivel de equilibrio capaz de mantener la economía en su tasa de crecimiento potencial, de forma tal que la política monetaria contribuya a promover un crecimiento sostenido no amenazado por la inflación. No obstante, debido a las dificultades para estimar el nivel de equilibrio con exactitud (nivel variable en función de la evolución de la economía y de los mercados financieros), la consideración actual responde a su capacidad para detectar la existencia de presiones inflacionistas, enviando señales orientativas a la política monetaria. Numerosos indicadores se mencionan como apoyo de la estrategia monetaria -curvas de rendimiento, tipos de cambio, el precio del oro y de los productos primarios, futuros y opciones, etc.-, si bien a ninguno de ellos se le concede una atención preponderante. En cuanto a los objetivos últimos, las declaraciones de la Reserva Federal en la época más reciente señalan como prioridad la orientación hacia la estabilidad de precios en el largo plazo (que se presenta también como primer determinante en las decisiones a corto plazo)¹¹. No obstante, la ley establece como objetivos de la política de la Reserva Federal promover, junto a la estabilidad de precios, niveles máximos de empleo y tipos de interés a largo plazo moderados.

¹⁰ Informe semestral sobre política monetaria de A.Greenspan, como presidente de la Reserva Federal, ante el Congreso norteamericano (22 de febrero de 1994).

¹¹ En las directivas dictadas por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) a la mesa de operaciones de Nueva York, entre los criterios que se suelen citar de modificación de la política monetaria en los periodos entre reuniones (entre 1 y 2 meses) del FOMC, figuran: el avance hacia la estabilidad de precios, la firmeza en la expansión de la actividad económica y empresarial, el comportamiento de los agregados monetarios y la evolución ordenada de los mercados financieros internos y externo (ver diversos boletines de la Reserva Federal).

En Japón, tras una práctica prolongada de definición de objetivos monetarios -desde 1978-, también se observa, en el período más reciente, un enfoque de la política monetaria menos centrado en los agregados y una atención más directa a los objetivos últimos; de hecho, en 1994 se ha anunciado un "objetivo de inflación a medio plazo" (del 2%).

Alemania -quizá el defensor más inquebrantable de las estrategias en dos niveles, con formulación de objetivos en términos de agregados monetarios- admite, con frecuencia creciente, la existencia de episodios de inestabilidad de la demanda de dinero o de flujos de capitales con el exterior intensos, que justifican, en algunas ocasiones, desviar la atención de los agregados hacia las variables últimas y la observación de diversos indicadores¹². Por otra parte, se define un nivel de inflación compatible a medio plazo con la estabilidad de precios en su economía (2%), que figura como objetivo implícito en la definición anual de sus objetivos de crecimiento del agregado M3, si bien es considerado como una señal del compromiso antiinflacionista de la política monetaria y no como un objetivo sobre los precios, de tipo explícito y carácter vinculante.

Suiza ha mantenido el enfoque cuantitativo de su estrategia monetaria desde que, en 1973, inició su experiencia de flotación del tipo de cambio. Los objetivos se han planteado, desde 1975, sobre agregados estrechos -inicialmente M1 y, a partir de 1980, base monetaria-. Los problemas de control, similares a los padecidos en el resto de los países, no han llevado, a diferencia de aquellos, a ampliar la definición del agregado objetivo. La reacción ha consistido, desde 1990, en sustituir los objetivos por rangos de seguimiento y en modificar la estructura temporal en la que se plantean, considerando un crecimiento anual en media, constante a lo largo de un plazo (1% como media anual del período 1990-94). No obstante, a pesar de este enfoque más flexible, el principal

¹² A pesar de ello, estos episodios se consideran transitorios y se insiste en el carácter equívoco que pueden tener, en algunas ocasiones, las señales proporcionadas por los precios o por otros indicadores como la curva de rendimientos o los tipos de interés a largo plazo (ver Boletín Mensual del Bundesbank de enero de 1994).

anclaje de la política monetaria continúa siendo la referencia monetaria interna¹³.

La política monetaria en los países citados se ha desarrollado dentro de un régimen de tipo de cambio flexible frente a todas las monedas restantes durante los últimos años (en algunos casos, durante casi dos décadas) y, por tanto, su credibilidad depende de las referencias proporcionadas por las autoridades nacionales durante un ya prolongado período. El extremo opuesto lo representan las experiencias de los regímenes de "Currency Boards", actualmente aplicados en Hong Kong y, con algunas peculiaridades, en Singapur y Argentina, y propugnados para algunas economías, como las de Europa del Este y la Unión Soviética, que se plantean el paso a un sistema de precios de mercado. Se trata de estrategias paradigmáticas, en el sentido de que suponen llevar al límite la acotación del componente discrecional de la política monetaria y de las actuaciones del banco central. Con estos sistemas, el país fija el valor de su moneda rígidamente respecto a la de otro -el dolar norteamericano en los tres casos mencionados-, lo que le obliga a respaldar totalmente la emisión de la moneda nacional con activos de reserva denominados en la moneda de referencia. De esta forma se importa la política monetaria del país ancla y, por tanto, si la elección del ancla es adecuada, su estabilidad monetaria y su credibilidad antiinflacionista. Sin embargo, son requisitos, igualmente convenientes, un alto grado de apertura comercial del país que establece el "Currency Board" y que la proporción de los intercambios comerciales con el ancla respecto a los globales sea de magnitud considerable, ya que, en caso contrario, podrían producirse fluctuaciones intensas en el precio de los bienes comerciables, en términos absolutos y relativos. Dada la complejidad de las economías existentes en la actualidad, resulta difícil hallar un país que reúna cuantos requisitos

¹³ Desde 1973, han tendido a limitarse las intervenciones en los mercados cambiarios, se ha mostrado una tolerancia creciente respecto a la volatilidad cambiaria, y solo en circunstancias muy concretas, los conflictos entre la evolución de los agregados y los tipos de interés, por una parte, y el tipo de cambio, por otra, se han resuelto según los condicionantes impuestos por este último.

se precisan para constituirse, para otros país, en un ancla lo bastante sólida y adecuada, como para compensar la renuncia total a la soberanía sobre la política monetaria que estas estrategias, en su definición más estricta, imponen al país que las adopta¹⁴. Solo en economías en situación de emergencia, con procesos de hiperinflación -como, por ejemplo, las de algunos países del Este de Europa y de Latinoamérica-, parece justificarse plenamente su adopción (lo cual no obsta para que los países que la aplican valoren positivamente su experiencia y, especialmente en el caso de Hong Kong, la mantengan con cierto rigor).

Los países del SME y los países nórdicos se encuentran actualmente en un nuevo contexto, tras una experiencia de sujeción a una regla cambiaria que, para algunos de ellos, duraba más de una década. La credibilidad de la estrategia anterior quedaba definida, de forma clara, por una regla simple y fácil de interpretar por los agentes -el objetivo de tipo de cambio dentro de un margen de fluctuación estrecho- y por la reputación antiinflacionista sólidamente establecida de la moneda o cesta de monedas de referencia (el marco alemán para los países del SME y un índice y, posteriormente, el ECU, para los países nórdicos). La ampliación de las bandas de fluctuación hasta el 15%, en los países que han permanecido en el mecanismo de cambios, y el paso a un régimen de flotación, en los que lo han abandonado y en los países nórdicos, reclama, cuando menos, precisar ciertos aspectos en las estrategias antiguas, tanto por razones de credibilidad como de aplicación operativa.

Como ejemplo de las modificaciones en las estrategias establecidas, puede mencionarse la reciente definición de los objetivos de la política monetaria en Francia. Su banco central establece dos objetivos

¹⁴ No obstante, el caso de Austria muestra que, en determinados contextos, esta opción es posible y, probablemente, ventajosa. Tras la ruptura del Sistema de Bretton Woods, el Banco Nacional de Austria fijó el valor de su moneda a un índice de tipo de cambio con ponderaciones comerciales, en el que el marco alemán fue adquiriendo un peso creciente; desde 1981, el tipo de cambio del chelín austriaco frente a la moneda alemana se ha mantenido con desviaciones inferiores al 0,15%.

intermedios: el tipo de cambio -"mantener el franco estable dentro del mecanismo de cambios"- y el agregado monetario M3 -en un rango muy flexible, que considera "un crecimiento anual medio en torno al 5% en, aproximadamente, los siguientes cuatro años"- . También se informa sobre las hipótesis implícitas en el objetivo monetario (un crecimiento potencial del PIB real del 2,5%-3,0% y una inflación no superior al 2%). Según se señala, "el crecimiento del PIB nominal resultante se utilizará para el control del crédito interno, que será considerado como un indicador extremadamente valioso".

Los restantes países del SME -en general, economías pequeñas y abiertas- habían abolido o suspendido los objetivos de agregados monetarios o de sus contrapartidas internas (Portugal, Holanda y Dinamarca) en los últimos años, o bien continúan sin formularlos (Bélgica e Irlanda); la estabilidad del tipo de cambio continúa siendo el principal objetivo intermedio, aunque no se anuncian objetivos explícitos.

En el caso de España, desde la entrada de la peseta en el SME, el tipo de cambio establecía unos condicionamientos bastante vinculantes, por lo general, para el manejo de los tipos de interés internos; la banda de los objetivos para el agregado monetario ALP se entendía como una referencia básica en el medio y largo plazo, necesaria para evaluar el grado de restricción que suponía el compromiso cambiario, para administrar el margen de maniobra que dejaba el condicionante exterior y, finalmente, para juzgar la adecuación de la combinación de políticas practicada (aunque en determinados momentos el compromiso cambiario redujese drásticamente el grado de control que el Banco de España podía ejercer sobre ALP). La ampliación de las bandas, en 1993, permitió poner un énfasis mayor en los agregados monetarios. No obstante, la estabilidad cambiaria continuó siendo una referencia básica y, dadas las distorsiones observadas en los crecimientos de ALP, se consideraba "imprescindible que la conducción de la política monetaria descansase más que en el pasado en el seguimiento de la inflación y en la valoración de su trayectoria a medio plazo -en relación con la pauta de conducta de los países centrales

del SME-, con el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios"¹⁵. Al mismo tiempo, se consideraba aconsejable recurrir en mayor medida a otros indicadores complementarios (el crédito interno al sector privado, los agregados monetarios más estrechos y la curva de rendimientos por plazos). En 1994, con la aprobación de la Ley de Autonomía del Banco de España, se crea un nuevo marco y la oportunidad para la definición del diseño de la estrategia monetaria que se desarrollará en los próximos años.

Por su parte, la mayoría de los países que, en el período más reciente, han abandonado el compromiso cambiario mantenido durante los años anteriores, ha planteado su sustitución por una estrategia monetaria alternativa -que evitara, en lo posible, un status de indefinición más o menos transitorio, de la política monetaria respectiva- y ha tendido a presentarla dentro de un programa de políticas económicas más amplio (reformas estructurales, planes de consolidación fiscal, etc.). Este sería el caso del Reino Unido, Suecia y Finlandia. El cambio ha seguido las pautas marcadas por las experiencias de Canadá y Nueva Zelanda, cuyas políticas monetarias, dentro de un esquema de tipo de cambio flexible, están logrando, hasta el momento presente, éxitos notables en la reducción de la inflación. En todos estos países se ha optado por la supresión de cualquier referencia a objetivos intermedios y por la fijación y seguimiento directo de los objetivos últimos; se han definido rangos concretos, anunciados públicamente, para el crecimiento de los precios y se ha recurrido a diversos mecanismos de tipo institucional para reafirmar el compromiso antiinflacionista. En el epígrafe siguiente se analizan las

¹⁵ En la definición de objetivos para 1994, "ALP tiene como objeto principal aportar una referencia cuantitativa para valorar si las condiciones monetarias son o no son adecuadas para materializar las posibilidades existentes de avance hacia la estabilidad de los precios"; por otra parte, su evolución respecto a la senda prevista permite una valoración de la situación monetaria (véase Banco de España (1993)).

características generales de estas estrategias; las peculiaridades que ha presentado su aplicación en Nueva Zelanda, Canadá, El Reino Unido y Suecia¹⁶, se exponen en el anejo del trabajo.

¹⁶ En el caso de Finlandia, por el momento, la única novedad ha consistido en el anuncio del establecimiento de un objetivo de inflación (subyacente) del 2%, a partir de 1995; los numerosos aspectos de su estrategia pendientes de definir justifican su no inclusión entre los países analizados en el siguiente epígrafe.

4.- LAS NUEVAS ESTRATEGIAS

4.1 Principios generales

El diseño de la estrategias de política monetaria con objetivos de precios trata de responder al mismo tipo de problemas a los que se han enfrentado las políticas monetarias de la mayor parte de los países industrializados, mencionados en el epígrafe anterior. El enfoque general es similar, pero las nuevas estrategias introducen ciertos elementos, que implican cambios más concretos -y más fácilmente identificables- respecto a las estrategias tradicionales.

Los aspectos que pretenden reforzar las estrategias de precios¹⁷ son los siguientes:

- A corto plazo: la información -proporcionada mediante señales frecuentes a los agentes privados- sobre la tendencia de la inflación; el propósito fundamental es favorecer una valoración adecuada de los "shocks", de carácter transitorio, sobre el nivel de precios, para evitar la formación de expectativas erróneas, que puedan generar espirales inflacionistas.
- A largo plazo: el carácter vinculante del compromiso antiinflacionista de la política monetaria y su credibilidad, mediante un grado mayor de concreción en la definición de los objetivos; este también pretende acelerar la velocidad de ajuste de las expectativas, consolidando los descensos de la inflación.

¹⁷ Si, como en el análisis clásico, se atiende a las propiedades estabilizadoras de este tipo de estrategias, los objetivos de reducción de la inflación se presentan como mecanismos de estabilización en respuesta a "shocks" de demanda: cuando la inflación supera (desciende en comparación con) los objetivos, se produce una señal para aumentar la restricción monetaria (permitir una mayor relajación), que contribuye a mitigar las presiones de (a impulsar) la demanda. No obstante, este tipo de propiedades solo podría resultar interesante en cuanto a su utilidad operativa -aunque no proporciona un mecanismo automático de respuesta-, ya que la regulación de la demanda no es, en sí misma, un objetivo para estas estrategias.

De esta formulación de propósitos se derivan los elementos básicos de las estrategias de precios:

- El horizonte de medio-largo plazo.
- El carácter prioritario de la estabilidad de precios como objetivo, frente a posibles interferencias con objetivos de actividad o empleo.
- La orientación directa al objetivo último, prescindiendo de establecer objetivos intermedios.
- La definición precisa de los objetivos últimos, expresada en términos de una tasa (o una banda) de inflación concreta, y su anuncio público.

Estos principios generan dos tipos de preocupaciones. En primer lugar, definen aspectos de la estrategia en el medio-largo plazo, pero dejan indeterminadas las cuestiones relativas a la función de reacción de las autoridades -las guías para la adopción de medidas monetarias específicas y el modo de instrumentación- en el corto plazo; permiten deducir algunos de sus condicionantes, pero no imponen restricciones obvias. En segundo lugar, tras establecer una regla monetaria vinculante para el largo plazo, y admitir fuertes dosis de discrecionalidad en el corto y medio plazo -que, por otra parte, permite compensar el componente de rigidez implícito en tal regla-, no describen los mecanismos necesarios para acotar ese componente de discrecionalidad. En definitiva: los principios generales dejan sin determinar la forma de administrar la capacidad discrecional de las autoridades y cómo limitarla.

El componente de regla se establece a través de la definición de su objetivo último y de aquellas cuestiones relativas a la forma de alcanzarlo -la senda de aproximación y las desviaciones tolerables- que se dejan determinadas, a priori, en el momento de la definición, y que permiten atenuar la rigidez implícita en la fijación de un valor numérico específico para el objetivo. El componente discrecional se asocia a la definición del marco operativo, apoyado en el seguimiento de un conjunto muy amplio de indicadores de los que se pretende obtener información relativa a la

evolución de la economía, al grado de restricción monetaria y a las presiones inflacionistas existentes. El esquema de instrumentación monetaria asociado no presenta rasgos específicos.

El diseño de muchos de los aspectos técnicos de la estrategia monetaria responde a la intención de elevar su credibilidad. Se procura presentar el máximo número de señales, dirigidas a los agentes, respecto al curso de la política monetaria, no solo para proporcionarles elementos de juicio que obliguen a las autoridades a autodisciplinarse, sino también para que estas reiteren el compromiso adquirido y su voluntad de cumplirlo. El objetivo último se acompaña de la definición de una senda con etapas intermedias. La velocidad de la aproximación establecida a priori suele ser moderada para evitar que los agentes consideren los objetivos como inalcanzables y se comprometa la credibilidad de todo el proceso. La obligación eventual de modificar los objetivos o admitir desviaciones transitorias, que pueden dificultar la construcción de una reputación antiinflacionista de las autoridades o, en el mejor de los casos, tener un impacto muy negativo sobre la credibilidad, se afronta mediante la especificación previa de los tipos de perturbaciones que pueden inducir tales reacciones. En definitiva, se trata de evitar cualquier interpretación errónea sobre la relajación del compromiso antiinflacionista.

La estrategia monetaria se completa con elementos de tipo institucional, que pretenden elevar la transparencia de las actuaciones del banco central y reforzar los aspectos de disciplina y credibilidad. Son, básicamente:

- Publicaciones e informes -de periodicidad regular, y elevada, en los que se aprecian esfuerzos por mostrar un nuevo enfoque y una expresión didáctica- con los que se pretende mantener informado al público de los logros de la política monetaria en la contención o la reducción de la inflación, y sobre las previsiones del banco central respecto a su evolución futura.
- La reforma de los estatutos del banco central y/o el establecimiento de disposiciones legales orientadas, por una parte, a dotarle de una autonomía mayor (cuando menos, formal) respecto a otros poderes

públicos -al Ministerio de Economía, esencialmente-, y, por otra, a atenuar las restricciones que la política monetaria puede encontrar para alcanzar su objetivo, asociadas a otras políticas económicas o a otras funciones del banco central.

La adopción de la nueva estrategia monetaria suele combinarse con la aplicación -o, en principio, la declaración de intenciones- de un programa de medidas económicas de carácter estructural (desregulaciones, medidas de flexibilización del mercado de trabajo, de los mercados financieros, etc.) y con el anuncio de planes de consolidación fiscal. En algunos casos, el cambio de estrategia monetaria es un elemento más, en un proceso de reformas de gran entidad, que se extiende a lo largo de varios años.

En lo que resta de epígrafe, se analizarán los distintos elementos que componen las estrategias de precios a partir de las experiencias en Nueva Zelanda, Canadá, el Reino Unido y Suecia. Se aprecian ciertas diferencias entre ellas, en aspectos concretos de carácter técnico (véase cuadro 1) o bien, de tipo institucional (véase cuadro 2). Estas diferencias parecen responder a las características estructurales y a la situación coyuntural de las economías respectivas, así como al carácter de las perturbaciones que registran con mayor frecuencia; pero ni se refieren ni afectan a los aspectos básicos de la estrategia monetaria.

Los apartados siguientes se centran, sucesivamente, en la definición del objetivo, las variables intermedias, la instrumentación monetaria y el marco institucional, señalando la contribución de todos estos elementos a la transparencia, la disciplina y la credibilidad de la estrategia monetaria. En el último apartado, se recogen los resultados registrados hasta el momento actual en los países mencionados (los rasgos específicos de la experiencia en cada país se hallan en el anejo al trabajo).

4.2 El diseño del objetivo

El objetivo último constituye, como se indicó anteriormente, el elemento principal de "regla" en estas estrategias. Su definición pretende

- 39 -

Cuadro 2

ESTRUCTURAS DE PRECIOS: ASPECTOS INSTITUCIONALES				
	RESERVA EXCHANGE	CANAL	REINO UNIDO	SUECIA
Objetivo estatutario del Banco Central	Estabilidad de precios	Regular crédito y dinero, proteger el valor interno de la moneda y mitigar fluctuaciones en empleo producción y precios.	Sin referencias explícitas.	Sin referencias explícitas.
REPARTO DE FUNCIONES ENTRE LAS INSTITUCIONES				
Decisiones de política cambiaria: situación del régimen cambiario	Gobierno	Gobierno	Gobierno, tras consulta con banco central	Banco central, tras consulta con el gobierno
Decisiones de política monetaria	Gobierno: determinación de objetivos (en discusión con el Gobernador del banco central) Min. de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (válidas por 1 año).	Gobernador del banco central. Min. de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (por escrito). No utilizada.	Gobierno: determinación de objetivos monetarios Gobierno y banco central: tipos de interés oficiales Min. de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador, excepcionalmente.	Banco central, tras consulta con el gobierno
Ejecución de las políticas monetaria y cambiaria	Banco central en p.monetaria. Banco central y gobierno en p.cambiaria.	Banco central en p.monetaria. Banco central, agente y asesor del Ministerio de Finanzas	Banco central, dentro de las líneas acordadas con el gobierno	Banco central
Supervisión bancaria	Banco central	Agencia independiente	Banco central	Agencia independiente
ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO CENTRAL				
Órgano de decisión	Gobernador, con la supervisión del Consejo (formado por el Gobernador, 103 subgobernadores y 12 a 7 subgobernadores no electivos, elegidos por el Min. de Finanzas) Reuniones: 10-12 por año.	Consejo (formado por el Gobernador, subgobernador, 12 directores no electivos y, sin derecho a voto, el viceministro de Finanzas). Reuniones: 8 por año, aprox.	Carta de directores (formada por el Gobernador "que preside" el subgobernador y 16 directores "así como a los funcionarios "así como a los funcionarios" de la Corona y el Primer Ministro).	Consejo de Gobierno (formado por el Gobernador y 7 miembros elegidos por el Parlamento, que eligen al Gobernador y, entre ellos, a propuesta del subgobernador, al presidente del Consejo) de frecuencia mínima quincenal.
Órgano de ejecución	Comité de Política Monetaria (directores ejecutivos del Banco).	Comité ejecutivo (integrado por el Gobernador, subgobernador, 2 directores y el viceministro de Finanzas).	No definido específicamente por ley	Consejo de Gobierno
Statut del Gobernador	Elegido por el Min. de Finanzas, bajo recomendación del Consejo. Mandato de 5 años, renovable.	Elegido por los directores del Consejo (a su vez, elegidos por el Min. de Finanzas). Mandato de 7 años, renovable.	Elegido por la Corona, a propuesta del Primer Ministro, tras consulta con el Min. de Finanzas. Mandato de 5 años, renovable.	Elegido por los miembros del Consejo, bajo recomendación del gobierno. Mandato de 5 años, renovable
INFORMACIÓN PÚBLICA				
Publicaciones más relevantes respecto a los procesos de decisión y ejecución de la política monetaria	"Monetary Policy Statement" (frecuencia mínima semestral) -Informe Anual de la Reserva de Nueva Zelanda.	-Extractos de las minutas de las reuniones del Consejo de directores. -Informe Anual del Gobernador al Min. de Finanzas.	-Minutas de las reuniones mensuales entre el Gobernador y el Min. de Finanzas. -"Inflation Report" del Banco de Inglaterra (trimestral) -Informe del Banco (mensual)	-"Inflation and inflation expectations in Sweden" (frec. cuatrimestral aprox.) -Informe Anual del Banco de Suecia al Parlamento.

establecer una referencia básica e inequívoca que, para los gestores de la política monetaria, conforme una guía de sus decisiones y, para los agentes privados, un baremo de evaluación de las conductas de aquellos.

4.2.1 La variable objetivo

El objetivo se define sobre la inflación medida por un índice de precios de consumo. La opción por este tipo de índice frente a otros candidatos posibles -entre los que ocupa un lugar destacado el deflactor del PIB¹⁸- responde a características propias, como la falta de complejidad técnica, la amplitud de la cesta de bienes con que se calcula, la revisión poco frecuente de su composición, su disponibilidad mensual, su familiaridad para el público, etc. Estas propiedades le señalan como el más adecuado para contrastar con rapidez los logros de la estrategia monetaria, medir su impacto y transmitir esta información a los agentes privados.

Su estructura también presenta ciertos inconvenientes, entre los que figuran: la fijación de las ponderaciones, las dificultades para distinguir los aumentos de precios asociados a mejoras en la calidad, su invariabilidad respecto al efecto asociado al crecimiento de la cuota de mercado de las grandes superficies (con estrategias de distribución propias) y la inclusión de algunos componentes con comportamientos muy erráticos (alimentos) o sensibles a la evolución ciclica (costes hipotecarios). Diversos estudios empíricos deducen de estas características un sesgo que no se considera muy relevante para la definición del objetivo.

¹⁸ El deflactor del PIB puede parecer más idóneo porque recoge únicamente los incrementos de costes originados en el país y, por tanto, es la medida de la inflación a la que puede afectar directamente la política monetaria; sin embargo, no incluye el efecto total de los cambios en los términos de comercio -solo en los consumos intermedios- ni la contribución de los impuestos indirectos, que tienen un impacto sobre la situación inflacionista que, en determinadas ocasiones, la política monetaria debe procurar contrarrestar. Por otra parte, desde un punto de vista técnico, presenta muchos inconvenientes (retraso, revisiones, etc.).

No obstante, los sesgos propios de un índice como el IPC tienen la implicación evidente de que la estabilidad de precios no se corresponde con la ausencia de variaciones en el mismo, sino con una tasa de crecimiento ligeramente positiva. Este es uno de los principales puntos de apoyo para la fijación de un objetivo de inflación en términos de una tasa positiva, frente a la opción alternativa de mantener un objetivo de inflación cero. La mayor ventaja que podría ofrecer esta segunda propuesta es la reducción potencial de incertidumbres para los agentes, eliminando la inflación como argumento en sus funciones de gasto. Frente a ella, el principal problema es que podría tener un efecto contractivo sobre la actividad. Este respondería, por una parte, a una flexibilidad menor de los mercados -en la medida en que las empresas se verían forzadas a ajustar los cambios en los precios relativos, a través de la reducción de algunos precios y salarios, lo que no parece fácil en muchos casos-; y, por otra parte, a los límites impuestos sobre las posibilidades de descenso de los tipos de interés reales, una vez alcanzados niveles reducidos -en concreto, eliminaría la posibilidad de existencia de tipos de interés reales negativos, que, con inflación cero, exigirían el mismo signo en los tipos nominales-; este último factor presenta mayor relevancia en aquellos contextos en los que el principal freno al crecimiento es el alto nivel de endeudamiento del sector privado, al dificultar la reducción de las cargas asociadas a una deuda, cuyo valor aumenta, en términos reales, conforme se reduce la inflación. Por su parte, la aceptación de un objetivo superior al 0% tiene como principal inconveniente su efecto sobre las expectativas de los agentes, quienes, aun en contextos de inflación efectiva nula, pueden mostrar cierta resistencia a admitir una pauta de estabilidad en el comportamiento de los salarios nominales.

Independientemente del valor de la tasa que se fije como objetivo, su identificación con un número concreto, o con un intervalo, es el principal mecanismo de disciplina -en el medio y largo plazo, fundamentalmente- de las estrategias de precios (de igual forma que en todas las estrategias en las que se definen objetivos precisos, sobre variables intermedias u otras variables finales): a través de él, queda establecida una referencia muy precisa, que puede utilizarse como "vara de medir" el grado de cumplimiento de las autoridades.

Los sesgos de medición del IPC sí resultan relevantes en el plano operativo, en cuanto que dificultan la identificación, por parte de la autoridad monetaria y de los agentes privados, de los factores responsables de la inflación contemporánea. Algunos de estos sesgos procuran evitarse definiendo diversos índices de inflación subyacente, que eliminan la volatilidad asociada a ciertos componentes -como la energía y los alimentos- cuyo comportamiento errático el banco central no debe intentar contrarrestar (por el riesgo de introducir aún mayor volatilidad en el índice), excepto en aquellos casos en los que se infiera un efecto significativo -vía expectativas- sobre los restantes precios de la economía; también se excluyen de los índices operativos o, en algún caso, del objetivo, otros componentes -como los costes hipotecarios-, cuya evolución refleja en mayor grado las propias medidas de política monetaria que la inflación subyacente.

4.2.2 La banda objetivo

La definición de objetivos en términos de bandas, y no como un punto fijo, responde a factores de credibilidad, por las dificultades para predecir tanto la inflación en sí misma como los efectos precisos de las medidas de política monetaria. La probabilidad de incumplimiento de un objetivo puntual sería prácticamente unitaria. La amplitud de las bandas es una cuestión más compleja, dado el "trade-off" existente entre la efectividad de unos objetivos más ambiciosos, con bandas más estrechas (por su capacidad para cambiar conductas y contener las expectativas) y el riesgo de pérdida de credibilidad que comportan (por la mayor probabilidad de fracasar en su logro). En ocasiones, el anuncio de la intención de alcanzar una tasa de inflación situada en una zona específica de la banda permite una mayor precisión en el objetivo, sin comprometer con ello, seriamente, su cumplimiento. En general, la amplitud de la banda suele ser de dos puntos porcentuales.

4.2.3 La velocidad de aproximación al objetivo

La velocidad de aproximación queda determinada por la fecha fijada como límite para haber alcanzado la estabilidad de precios (definida previamente) y por la senda de reducción de la inflación, en la que, según

el país considerado, se definen etapas intermedias con mayor o menor precisión. La existencia de diversas etapas de aproximación pretende contribuir a evitar la acumulación de errores; por otra parte, constituye un elemento disciplinador de la estrategia, en la medida en que facilita una evaluación continuada, por parte de los agentes, del grado de cumplimiento de las autoridades, lo que tiende a prevenir las desviaciones de carácter permanente respecto al objetivo final. No se indican fechas de referencia demasiado próximas en el tiempo, para evitar que, en caso de perturbaciones bruscas en la economía, los objetivos a corto plazo contribuyan a acentuar la inestabilidad macroeconómica.

La velocidad de aproximación está condicionada por diversos factores: de una parte, por la situación económica en el momento de adopción de la estrategia, de modo que podrá definirse un avance más rápido si se comienza a aplicar la estrategia en épocas de deflación (como, en efecto, se ha hecho en los países considerados); de otra parte, por la posible existencia de no linealidades en el proceso de reducción de la inflación, en el sentido de que los costes de la inflación pueden ser manifiestamente mayores a medida que la inflación se aproxima a cero (si existe un límite al descenso del crecimiento de los salarios), lo que ha de considerarse al definir la trayectoria proyectada de descenso, procurando compensar con logros rápidos en la primera fase; y, por último, del trade-off" mencionado entre efectividad y credibilidad de los objetivos.

4.2.4 Las desviaciones respecto al objetivo

Los diversos países que aplican este tipo de estrategias afrontan de forma similar, aunque con ligeras variaciones, los problemas asociados al impacto sobre la evolución de los precios de factores tales como los aumentos impositivos, los "shocks" asociados al aumento de los precios energéticos o las variaciones en los tipos de interés que afectan a los costes hipotecarios incluidos en el índice.

Cuando estos factores dan lugar a perturbaciones "tipo escalón" sobre el nivel de precios (como una elevación significativa de un impuesto o un ascenso de los tipos de interés que afecta a los costes hipotecarios

incluidos en el índice¹⁹) su efecto se acomoda, entendiendo que no reflejan una tendencia inflacionista que las medidas monetarias tengan que procurar contrarrestar (excepto en los casos en los que generan expectativas de inflación, con posibilidades de consolidar un aumento de la tasa). En general, las desviaciones respecto al objetivo se admiten, únicamente, ante perturbaciones, de este tipo, de entidad considerable y de carácter atípico, que no son resultado directo de las políticas monetarias actuales o previas, y para las que contrarrestar su impacto conllevaría unos costes económicos que se juzgan demasiado elevados. El efecto escalón sobre el nivel de precios, al que dan lugar, modifica la tasa de inflación en un único periodo, y la desviación que se admite de esta, respecto a la senda objetivo marcada a largo plazo, es transitoria: en ese periodo -digamos un año-, pero no en periodos posteriores. Se delimitan los tipos de perturbaciones que pueden inducir tal reacción, previamente, y de forma precisa. Con ello se trata de evitar cualquier interpretación errónea por parte de los agentes privados, en el sentido de considerar la acomodación como la relajación del compromiso antiinflacionista.

Los problemas que se plantean, en numerosas ocasiones son, por una parte, cómo distinguir los "shocks" de precios que corresponden a cambios en precios específicos, de aquellos que dan lugar a cambios en el nivel general de precios (que pueden exigir la adopción de medidas de política monetaria para contrarrestarlos), para lo cual se realiza el seguimiento de diversos índices de precios que excluyen los componentes más erráticos. Por otra parte, también interesa discriminar las perturbaciones que tienen un efecto transitorio de aquellas cuyo impacto es más permanente sobre la tasa de inflación y, para ello, las técnicas usuales suelen consistir en la captación de la inflación subyacente a través de medidas móviles, supresión de valores atípicos, filtros econométricos, etc.

¹⁹ El Reino Unido es el único país en el que el objetivo se define sobre un índice que excluye los costes hipotecarios.

4.2.5 La modificación del objetivo

Las perturbaciones a las que se ha hecho referencia tienen carácter transitorio y difieren de aquellas que, por su naturaleza y entidad, obligarían a aceptar desviaciones respecto a los objetivos, en más de un período. Este tipo de "shocks" -como pueden ser variaciones en los precios de la energía con efectos prolongados, ciertos desastres naturales u otros cambios en la economía, de carácter estructural- se incorporarían en una modificación formal de los objetivos.

La definición de etapas intermedias (de una duración usual en torno a los dos años) permite, si se producen perturbaciones de estas características, modificar los objetivos, coincidiendo con las fechas límites de cada etapa, sin que ello anule la credibilidad de la estrategia. De este modo, la senda de aproximación a la estabilidad de precios establecida inicialmente no se concibe como un rígido corsé para la política monetaria.

4.3 El marco operativo: variables intermedias

En el nivel operativo, el primer elemento en la conducción de una estrategia de este tipo consiste en procesar la información disponible, a partir del análisis de una serie de indicadores de la situación de la economía, del grado de restricción monetaria y de las presiones inflacionistas existentes; este análisis ha de permitir que la política monetaria se anticipe, reaccionando antes de que dichas presiones se materialicen en alzas de precios. Las variables objeto de atención se agrupan, según una clasificación funcional, en las siguientes categorías:

4.3.1 Variables informativas contemporáneas

Un conjunto de ellas pretende identificar las perturbaciones que afectan a la economía en el momento presente y que pueden generar presiones inflacionistas inmediatas. En este apartado, se incluyen variables descriptivas de la evolución de la economía real y de sus perturbaciones por el lado de la oferta (crecimiento del PIB, producción industrial, ofertas de trabajo, paro, índices de precios desagregados

sectorialmente), o bien, de las presiones de demanda existentes ("output gap", nivel de ocupación, déficit público, etc.). Estas variables revelan la evolución presente en las variables finales, en muchos casos, con retraso respecto a estas últimas. En su función de indicadores, tienen un carácter complementario, y se recurre, adicionalmente, a otro tipo de variables -encuestas, datos sectoriales, etc.- que, pese a ser de un nivel de fiabilidad menor, son de aparición más inmediata.

Por otra parte, definiciones diversas de índices de inflación subyacente sirven de base para el seguimiento de la inflación a muy corto plazo. Las inercias existentes en los precios permiten extraer de estos índices información muy valiosa relativa a la inflación pasada y presente, por lo que su análisis se considera de gran utilidad para la evaluación de los logros de la estrategia monetaria; además, estas inercias sugieren que, para obtener información sobre la evolución futura de los precios, se complete el análisis con el de otro conjunto de indicadores.

4.3.2 Indicadores de las presiones inflacionistas

En general, se trata de variables sensibles a las expectativas, con mayor grado de sensibilidad conforme se aleja el horizonte sobre el que proporcionan información. Con el plazo de previsión para la inflación de un año, las presiones inflacionistas originadas en el sector real deberían poder ser detectadas a partir de variables como el crecimiento de los salarios y los costes, la evolución de los precios de importación y exportación, los precios de los productos primarios²⁰ y las encuestas sobre intenciones de gasto de las economías domésticas y las empresas; con ese mismo plazo, diversas variables financieras -las variaciones en los

²⁰ Los índices de precios de materias primas son indicadores adelantados de la inflación, por una parte, porque incorporan la evolución de un componente de los costes que incidirá en los precios finales y, por otra, en tanto que responden de forma inmediata a las presiones de la demanda agregada; sin embargo, también reaccionan ante perturbaciones intensas en alguno de los componentes del índice, las cuales no tienen igual relevancia para determinar la inflación futura. La evidencia empírica no muestra una relación identificable entre la magnitud de los cambios de estos índices y la de los del índice general de precios.

tipos de cambio y en los tipos de interés de plazo medio y el comportamiento de los diversos agregados monetarios y crediticios²¹- proporcionan la información fundamental sobre las presiones de demanda.

A un plazo más largo (dos o más años), las curvas de rendimientos de los activos, los tipos forward, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo propios y los exteriores, el precio del oro²², el precio de los futuros sobre materias primas, los rendimientos de los bonos indexados, las estimaciones de tipos de interés reales, es decir, las variables más sensibles a las expectativas (no ligadas necesariamente de forma directa a factores actuales) configuran, junto con los modelos econométricos estructurales, la información disponible sobre la inflación futura.

Los tipos de interés y las distintas formulaciones bajo las que se analizan se configuran como una guía operativa valiosísima, en tanto que recogen, entre otros factores, las expectativas sobre la inflación futura, que es el objetivo de la política monetaria presente y la variable a la que las medidas monetarias actuales pueden afectar. Su relevancia operativa es mayor cuanto más desarrollados están los mercados financieros y cuanto más alta es su integración internacional, ya que la evolución de los tipos de interés tiende a desligarse de los condicionamientos sectoriales o

²¹ A pesar de los problemas que se presentan en la evolución de los agregados monetarios y crediticios -episodios de inestabilidad de la relación con las variables finales y dificultades en su interpretación ante cambios en las pautas de intermediación-, estas variables tienden a mantener, a lo largo de ciertos períodos, una elasticidad identificable respecto a los tipos de interés y la renta, lo que les confiere -tanto a los de definición estrecha como a los más amplios- una capacidad de predicción de la inflación que los hace útiles como indicadores adelantados.

²² El precio del oro se considera un índice de expectativas de inflación por haber sido el oro utilizado, tradicionalmente, como instrumento de cobertura contra la inflación. Sin embargo, en la actualidad, otros instrumentos financieros, como los futuros, las opciones y los "swaps", ofrecen medios más sofisticados de cobertura y están menos sujetos a perturbaciones específicas, por lo que reciben una atención mayor.

institucionales y a depender más de los fundamentos de cada economía y de las expectativas de los agentes. No obstante, son objeto de una interpretación cuidadosa, en la medida en que, por una parte, la integración de los mercados financieros nacionales genera una correlación elevada entre sus precios que, en ocasiones, los distancia de los determinantes domésticos; y, por otra, porque las expectativas a corto plazo de los agentes pueden evolucionar al margen de los fundamentos a largo plazo de las economías²³. Asimismo, los precios de los activos financieros (tipos de interés, tipos de cambio y, aunque con una interpretación más complicada, los precios del oro y de futuros sobre materias primas), además de ser sensibles a la evolución de las variables últimas, son elementos del proceso de transmisión de la política monetaria y forman parte de las decisiones de ahorro y gasto de los agentes, por lo que no sólo son las principales guías para la estrategia monetaria, sino que también permiten analizar la relación entre las medidas monetarias y sus resultados y, con ello, aproximar su impacto.

4.3.3 Referencias de la política monetaria a largo plazo

Esta función especial está reservada, en algunos países, a los agregados monetarios de definición amplia, que son aquellos que aproximan mejor, en los mercados financieros desarrollados, la variable dinero que mantiene una relación estructural con las variables finales (y, por tanto, la que interviene en el mecanismo de transmisión de la política monetaria). A pesar de la inestabilidad a corto plazo generalmente

²³ La estimación de las expectativas de inflación prevalecientes en el mercado podría realizarse, de forma mucho más rigurosa, a partir de los rendimientos de bonos indicados cotizados en los mercados. La comparación de su rendimiento con el de bonos tradicionales de similares características podría proporcionar, de forma directa, la inflación esperada. Desafortunadamente, este tipo de activos solo se emite, por el momento, en el Reino Unido, y, en este caso, en mercados cuyo grado de desarrollo aún no ha alcanzado el de los bonos tradicionales. No obstante, diversos estudios realizados permiten obtener, mediante análisis de este tipo -o, como Levin y Copeland (1993), a partir de la información incorporada en la estructura de plazos-, estimaciones de la inflación esperada que, cuando menos, pueden proporcionar indicaciones valiosas para los gestores de la política monetaria. Ahora bien: su capacidad para predecir la inflación efectiva resulta ser bastante pobre (véase de Kock (1991)).

detectada en esta relación, si puede determinarse, en muchos casos, una ecuación estable a largo plazo. En todo caso, no es descartable la evolución hacia una situación de descenso de las perturbaciones en los mercados financieros, que permita revitalizar sus funciones. Por otra parte, también se consideran como referencias a largo plazo los agregados crediticios, aunque, en general, la atención que reciben es menor.

4.4 El esquema de instrumentación monetaria

El diseño de las estrategias de precios no incorpora ninguna restricción previa respecto al esquema de instrumentación monetaria. Los países que las aplican mantienen esquemas de control de los tipos de interés, y los cambios que en ellos se han introducido -solo en el caso de Suecia han sido de cierta entidad- no se han presentado asociados a la estrategia de precios, sino para aumentar la eficacia operativa en mercados financieros en continua evolución.

Como rasgo común entre los esquemas respectivos de estos países, se destaca la intención de procurar un impacto sobre los tipos de interés a corto plazo, bastante preciso y continuado, para lo cual se realiza un seguimiento muy estrecho de las condiciones de liquidez de los mercados, a las que se responde con una frecuencia de intervención monetaria muy elevada. Parece apreciarse una preocupación especial por mantener una situación de fuerte dependencia -incluso en el día a día- de los bancos respecto al banco central. La importancia de la intervención diaria es, probablemente, el rasgo común de los métodos de instrumentación de estos países que más los distingue. Por otra parte, las intervenciones tienden a generar una volatilidad muy elevada en los tipos de interés a 1 día -entre las mayores de los estudios realizados sobre diversos países industrializados-, pero esta no se observa en los tipos de un plazo más largo (por ejemplo, 3 meses). En ninguno de estos países se aplica un coeficiente de caja (o se determina a un nivel próximo a cero), lo que parece acentuar la dependencia de los bancos respecto al banco central, y contribuir a explicar la volatilidad de los mercados.

Las disparidades más significativas se aprecian en el enfoque operativo de precios o cantidades y en el tipo de operaciones e

instrumentos usados preferentemente (véase cuadro 1). En general, estos rasgos diferenciales dependen de las características de los sistemas financieros o de las tradiciones operativas respectivas.

En lo que respecta a los condicionantes de origen cambiario, el principal factor común a todos estos países es el régimen declarado de tipo de cambio flexible. En conexión con la estrategia monetaria, no se observan elementos de coincidencia que puedan considerarse relevantes, más allá de la declaración de intenciones, por parte de las autoridades, de no permitir la interferencia de la evolución cambiaria en el cumplimiento de los objetivos de inflación.

El régimen cambiario, por su propia naturaleza, determina que, en general, los tipos de cambio respectivos tiendan a mostrar en su evolución una volatilidad elevada. La volatilidad cambiaria puede actuar como condicionante sobre el tipo de esquema de instrumentación monetaria que utilizan, en la medida en que los bancos centrales respectivos recurran a formas de intervención tales, que les permita afectar, de un modo más preciso y puntual, a los tipos de interés, y, a través de ellos, amortiguar tensiones cambiarias. Por otra parte, la volatilidad del tipo de cambio incide, obviamente, sobre el nivel de intervención de cada banco central en los mercados cambiarios, en mayor o menor medida, según el grado de tolerancia respecto a ella, así como a las tendencias en la evolución del tipo de cambio (asociadas a las circunstancias de la coyuntura económica respectiva). En consecuencia, ciertos elementos comunes de las políticas monetarias de los países analizados se derivan, probablemente, de esta conexión entre la volatilidad del tipo de cambio en un régimen de flexibilidad, las técnicas de instrumentación monetaria y las pautas de intervención en los mercados de cambio; pero esta conexión existe al margen de los rasgos específicos de las estrategias monetarias de precios.

La aplicación de estas estrategias orientadas al seguimiento directo de un objetivo de inflación no parece imponer requisitos sobre el esquema de instrumentación monetaria del que se valen, muy distintos de los que la complejidad del contexto financiero actual exige de los esquemas utilizados en los países con estrategias más tradicionales. De hecho, los esquemas que se aplican en la actualidad, en los principales países, tienen

capacidad suficiente para responder, de forma flexible, a la información continua que se obtiene de los distintos indicadores que guían estas estrategias. Las principales restricciones sobre la operatividad de las estrategias directas están asociadas a los retardos en la transmisión hacia las variables finales, y la diversidad de los actuales esquemas de instrumentación no conlleva diferencias significativas en dicha transmisión.

4.5 El marco institucional: disciplina y credibilidad

Las estrategias de definición y seguimiento directo de objetivos últimos en términos de precios pueden proporcionar un anclaje de las expectativas (y, en un sentido amplio, de la política monetaria), lo que las convierte en alternativas útiles en contextos de inestabilidad de los agregados monetarios y financieros o, asimismo, en los que no resulta posible o conveniente la supeditación de la política monetaria interna a una regla cambiaria. Sin embargo, estas estrategias presentan ciertos inconvenientes, no siempre de fácil solución. Se derivan, por una parte, de su orientación directa hacia los objetivos últimos, prescindiendo de los niveles intermedios -de modo que se ven más afectadas, de forma negativa, por los retrasos con que se obtiene la información de las variables últimas y por las incertidumbres asociadas a su interpretación²⁴-; y, por otra, de la definición de los objetivos últimos sobre variables de precios, respecto a los cuales los "shocks" de oferta no anticipados inducen desviaciones o, eventualmente, su modificación -de modo que la credibilidad de la estrategia puede resultar muy cuestionada.

La definición de objetivos últimos de precios, per se, se configura como una alternativa insuficiente frente a las técnicas tradicionales con

²⁴ El planteamiento de objetivos en dos etapas pretende la interposición de escalones intermedios entre las variables instrumentales y las finales, cuyo fin es proporcionar información más rápida y señales más claras, no solo sobre el logro de los objetivos, sino también sobre el impacto de las medidas de política monetaria, indicando los ajustes adecuados; por ello se definen, en general, sobre variables que se consideran próximas al ámbito de control de las autoridades monetarias (y no sujetas a un conjunto muy amplio de influencias, como lo están los precios).

objetivos intermedios. Las estrategias directas se presentarían como alternativas para considerar en la medida en que, con la incorporación de otros elementos en su diseño global, pudieran permitir desempeñar ciertos cometidos que, al menos en el plano teórico, cumple la fijación de objetivos intermedios. Estos son: en primer lugar, indicar a las autoridades los ajustes oportunos de la política monetaria, evitando que se acumulen los desequilibrios y limitando así el coste de su corrección (efecto indicador); en segundo lugar, permitir a los agentes privados identificar las desviaciones respecto a los objetivos, porque ello reduce los posibles beneficios inmediatos de las medidas expansivas de carácter sorpresivo, y promueve, por tanto, políticas que tiendan a minimizar tales desviaciones (efecto disciplina); y, por último, transmitir al público, de forma clara y directa, el compromiso antiinflacionista de la autoridad monetaria, en tanto que puede inducir las correcciones oportunas en las conductas de los agentes, facilitando el éxito de la estrategia (efecto credibilidad). El cumplimiento de todas estas funciones, sin establecer una variable única objetivo intermedio, exige completar la estrategia monetaria -la definición del objetivo último y el análisis de un conjunto amplio de indicadores- con diversas reglas o mecanismos de carácter institucional²⁵.

Resulta complicado diferenciar los conceptos de disciplina y credibilidad. En términos muy simplificados, la disciplina se refiere al grado efectivo de adscripción de las autoridades monetarias al compromiso adquirido de atenerse a los objetivos de la política monetaria, y la credibilidad se refiere a la probabilidad que a ello otorgan los agentes económicos. De esta forma, la disciplina dependería de la voluntad de las autoridades, no así la credibilidad, que es concedida por los agentes, quienes valoran no solo las actuaciones de las autoridades monetarias observables en el presente, sino también los factores que, desde otros ámbitos, pueden afectar a la capacidad ejecutora de aquellas (como, por

²⁵ Una regla simple ligada a la evolución de los precios, como una función de reacción de las autoridades de carácter automático, eliminaría el componente discrecional de la estrategia y su impacto desfavorable sobre la disciplina y la credibilidad, pero los retardos e incertidumbres en la transmisión monetaria la harían insuficiente para responder a la complejidad de las economías actuales.

ejemplo, la supeditación a las directrices de las autoridades fiscales), además de la experiencia pasada.

La credibilidad de la política monetaria es un concepto muy amplio y está asociada a multitud de factores. Es resultado, por una parte, de la estrategia monetaria en sí y de su diseño específico (como quedó reflejado en los apartados anteriores, al analizar los elementos de carácter técnico de las estrategias de precios y sus funciones); por otra, de la credibilidad de la autoridad monetaria, que a su vez depende de la disciplina en el cumplimiento de sus responsabilidades observada por los agentes y de cómo estos la evalúen; y, por último, de la posible existencia de interferencias en la aplicación de la política monetaria, por presiones ejercidas desde otros poderes públicos, por restricciones asociadas a otro tipo de tareas de la autoridad monetaria o por los resultados de otras políticas económicas.

Los aspectos de disciplina y credibilidad aparecen estrechamente vinculados en las estrategias monetarias en una relación de causa-efecto, en la medida en que una actitud disciplinada por parte de las autoridades -y los factores que la promueven- aumenta la credibilidad potencial del compromiso que adoptan ante los agentes. Para reforzar, simultáneamente, ambos aspectos, en estos países se ha sugerido, desde diversas instancias, la inclusión en el Estatuto del banco central del objetivo de estabilidad de precios como el único de la política monetaria, dotándolo de carácter de ley; no obstante, las autoridades no han evaluado de igual forma, en todos ellos, esta posibilidad (y, por otra parte, es una medida que también se ha planteado en otros países que no siguen este tipo de estrategias monetarias). Esta propuesta se apoya en su capacidad para eliminar ambigüedades en torno al criterio según el cual los agentes deben juzgar el cumplimiento por parte de las autoridades de sus responsabilidades, y respecto al cual estas se saben juzgadas; además, constituye una declaración formal y expresa del compromiso antiinflacionista de las autoridades ante el público; y, por último, permite establecer una barrera frente a las presiones que pudieran ejercerse, desde otros ámbitos de la Administración, para favorecer, a través de la política monetaria, cualquier otro objetivo.

En algunos países, se recurre a una serie de medidas cuyo fin es el de penalizar posibles actitudes indisciplinadas por parte de las autoridades monetarias, lo que, a su vez, hace más creíble el compromiso de estas. Así, por ejemplo, se plantea la vinculación de la remuneración de la máxima autoridad monetaria, o su permanencia en el cargo, al éxito en lograr los objetivos planteados; o, en otros casos, se fija el presupuesto del banco central en términos nominales, por un periodo similar al del objetivo a largo plazo definido.

El riesgo para la disciplina que supone la existencia de un cierto margen de discrecionalidad en el corto plazo -obligado, por otra parte, por el carácter estricto de la regla- trata de acotarse, en la aplicación de estas estrategias, reforzando los aspectos de transparencia de las actuaciones de las autoridades monetarias. La transparencia se identifica con la difusión de información al público -amplia, frecuente, en informes de publicación regular- sobre la evolución de los distintos indicadores de la inflación y, especialmente, sobre los éxitos alcanzados, reflejados en los distintos índices de precios. La información puntual sobre los resultados trata de compensar el desconocimiento por parte del público de los procesos de decisión de las autoridades en el corto plazo. No obstante, también se revela cierta información sobre estos procesos, haciendo públicas algunas deliberaciones entre quienes participan en la toma de decisiones de la política monetaria.

Obviamente, la disciplina observada, en el presente, en las actuaciones de las autoridades monetarias aumenta la credibilidad. Sin embargo, no siempre resulta suficiente, especialmente en países que no tienen construida una reputación antiinflacionista previa. Este sería el caso de países que han desarrollado anteriormente políticas económicas más activistas, con una política monetaria sin una preocupación antiinflacionista clara o con interferencias de las directrices de los poderes políticos y supeditación a los requerimientos de la política fiscal; o bien, de aquellos países en los que la credibilidad de su estrategia previa se asociaba a un acuerdo cambiario, que permitía importarla de otro país con una reputación reconocida; o, en general, de todos los países en los que no existe en la sociedad un consenso claro sobre los beneficios de la inflación.

Con el fin de limitar las interferencias en la política monetaria ajenas -al menos, en teoría- a la voluntad de las autoridades monetarias, se han propuesto diversas medidas, encaminadas a reforzar la credibilidad del banco central aislándolo del ciclo político o de los requisitos de financiación de la política presupuestaria. En este apartado, se recogen diversas disposiciones incorporadas en las reformas de los estatutos de algunos bancos centrales o en la normativa legal establecida al margen del Estatuto. Entre ellas se encuentran: la formulación explícita de la estabilidad de precios como objetivo único de la política monetaria, ya mencionada; la autonomía de los bancos centrales respecto a los gobiernos respectivos, o la modificación de sus órganos de dirección para hacerlos más independientes (según las normas para su elección, la duración de su permanencia en el cargo, etc.); la obligación del gobernador de informar regularmente al Parlamento, o el sometimiento del banco central a la autoridad de este, exclusivamente²⁶.

Por otra parte, en algunos países se procura una mayor precisión en la definición de las obligaciones del banco central como agente fiscal del gobierno y, en algunos casos, se imponen límites a la financiación de los déficit públicos (mediante monetización o por compromisos de adquisición de deuda pública por el banco central). Desde enfoques en la misma línea, se han planteado las posibles incompatibilidades entre los objetivos de la política monetaria y las obligaciones asociadas a otras funciones del banco central; esto conduce a abogar, en algunos casos, por la asignación de las tareas de regulación, supervisión y garantía de la estabilidad del sistema financiero a otra institución separada.

En cualquier caso, al margen de la efectividad de los acuerdos institucionales respecto al reparto de responsabilidades entre los distintos poderes públicos, la combinación adecuada de política monetaria y política fiscal -en cuanto a sus orientaciones y en el reparto de las funciones respectivas para realizar los ajustes que requiera la situación económica- se configura como un factor esencial para el éxito de la estrategia

²⁶ Una visión panorámica de la forma en que se enfocan estas cuestiones en un conjunto amplio de países, incluidos los analizados en este trabajo, puede encontrarse en Fernández de Lis(1994).

monetaria y para su credibilidad (y, de hecho, la adopción de estas estrategias se ha hecho coincidir, en general, con la presentación de un proyecto de consolidación fiscal). La falta de disciplina fiscal se presenta como uno de los obstáculos más importantes para el logro del objetivo (de la política monetaria) de la estabilidad de precios, consideración esta que, como muchas de las relativas a la credibilidad mencionadas en este apartado, es compartida por la generalidad de los enfoques actuales de la política monetaria, en los países industrializados.

4.6 Resultados de la estrategia en los países analizados

Los resultados de la aplicación de la estrategia parecen ser, hasta la fecha, muy positivos. En ninguno de estos países existía una reputación antiinflacionista previa acreditada, y, sin embargo, en la actualidad, todos registran tasas de inflación muy reducidas (en el mes de julio de 1994, el crecimiento interanual de los precios de consumo fue del 1,1%% en Nueva Zelanda, del 0,1% en Canadá, del 2,4% en el Reino Unido y del 2,7% en Suecia).

No obstante, la valoración de estos resultados y su atribución a la estrategia monetaria han de realizarse con gran cautela. La adopción de la regla monetaria se completa con una serie de acuerdos institucionales y el anuncio de la estrategia se acompaña de la puesta en práctica -o, al menos, la declaración de intenciones- de un programa de medidas económicas de carácter estructural y del anuncio de planes de consolidación fiscal. En algunos casos, el cambio de estrategia monetaria es un paso más, dentro de un proceso de reformas de gran entidad, que se extiende a lo largo de varios años. Por otra parte, las estrategias se establecen por primera vez en contextos de recesión. Previamente ha tenido lugar un proceso de escalada del paro, que ha podido contribuir a aligerar las presiones salariales en los mercados de trabajo, aunque, en algunos países, los costes no empiezan a reducir sus tasas de crecimiento hasta que se anuncia la nueva estrategia monetaria.

Tras el cambio de estrategia, se observa un proceso de reducción continuada de la inflación (medido en tasas mensuales de crecimiento interanual de los precios de consumo) que tiende a ser más rápido y de

mayor magnitud en aquellos países en los que más completo ha sido el esquema que se ha comenzado a aplicar y más patente el cambio respecto a las prácticas de política monetaria previas²⁷. En todos los casos, parece probable la incidencia del factor anuncio sobre la velocidad del descenso de la inflación. De hecho, la inflación empieza a descender antes de que haya transcurrido un período suficiente para que los agentes comprueben, por ejemplo, el cumplimiento del compromiso de disciplina presupuestaria (que, en general, no se ha producido posteriormente)²⁸.

En cualquier caso, el período de aplicación es aún muy corto (en el primer país que adoptó una estrategia de este tipo, Nueva Zelanda, la experiencia es de poco más de cuatro años) y ha transcurrido en una coyuntura favorable. Un contraste más riguroso de los resultados debería esperar al desarrollo de la fase alcista del ciclo y a las presiones inflacionistas que, usualmente, aparecen asociadas a ella. Los éxitos en la reducción de la inflación, en la magnitud tan considerable como la que

²⁷ En Nueva Zelanda, la tasa de inflación interanual descendió a partir del primer anuncio de objetivos, en un periodo de un año y medio, desde el 8% al 1,8%. En Canadá, en los meses siguientes al anuncio (febrero de 1991), las tasas correspondientes se mantuvieron en torno al mismo nivel (6,25%), en un contexto de cambios políticos y redefinición de algunos aspectos de la estrategia; desde junio de 1991, se inició un proceso de fuertes descensos, que situaron la tasa, transcurridos seis meses, en el 1,5%. En el Reino Unido, la inflación se redujo entre octubre de 1992 y enero de 1993 -del 3,6% al 1,8%- pero este descenso constituyó un avance, aunque de magnitud importante, en el proceso de desinflación iniciado dos años antes, tras la incorporación de este país al SME. En Suecia, el cambio de estrategia se anunció en enero de 1993, pero con una perspectiva de aplicación en 1995 y, de hecho, en 1993 la inflación siguió aumentando, corrigiéndose la tendencia en 1994.

²⁸ La credibilidad de una estrategia es muy difícil de evaluar. Uno de los métodos que se ha propuesto para contrastar la credibilidad de estas estrategias se sirve de los rendimientos de los bonos indexados (véase Svensson (1993)). Los extremos de la banda de objetivos de inflación, junto con el tipo de interés nominal de mercado, determinan una banda de evolución consistente de los tipos de interés reales. La posición del tipo de interés de mercado de los bonos de rendimiento real dentro de esta banda sería una prueba de mantenimiento de las expectativas de inflación del mercado dentro de las bandas objetivos y, por tanto, de la credibilidad de la capacidad del banco central para cumplir sus objetivos.

se ha observado, pueden estar vinculados a la severidad y prolongación en el tiempo -en general, también considerables- de la recesión previa. De hecho, todos estos países parecen haber superado -en diferentes fechas- el punto mínimo de crecimiento de los precios, y la inflación prevista para el año 1995, aunque permanece en tasas, en general, muy reducidas, supera a la media correspondiente a 1994.

Por otra parte, un análisis comparado -somero- con otros países del entorno, que coinciden con los países analizados en el régimen de flotación del tipo de cambio, pero difieren en las estrategias monetarias adoptadas, cuestiona la atribución del éxito en la reducción de la inflación a la aplicación de las estrategias directas de precios. En efecto, en algunos países -como Australia, Suiza, Finlandia y Noruega- también se ha producido, en los primeros años noventa y coincidiendo con la fase descendente de los ciclos económicos respectivos, un proceso de reducción progresiva de la inflación. Si bien este proceso ha tendido a ser, en general, más gradual, ha situado las tasas de inflación respectivas a niveles tan reducidos como los correspondientes a la estabilidad de precios y similares a las de los países con estrategias directas de precios. Pero de lo expuesto no debe deducirse que el régimen de flexibilidad cambiaria, dado que lo mantienen todos estos países, puede ser uno de los principales apoyos para la consecución de estos logros en la reducción de la inflación; de hecho, las tasas de inflación de diversos países del SME se sitúan actualmente en niveles muy reducidos, y, en la mayoría de ellos, en mínimos históricos, lo que parece atribuible, esencialmente, a la intensidad y duración de la fase descendente del ciclo, en un contexto determinado por unos mercados más flexibles que en el pasado.

5. - CONCLUSIONES

Los principales elementos que las estrategias directas con objetivos de precios aportan como novedad, respecto a las estrategias monetarias tradicionales, son la identificación del objetivo de estabilidad de precios con un valor numérico y el anuncio público de tal objetivo. Una revisión cuidadosa de las experiencias de los países que las han adoptado revela los cambios de carácter formal que presentan respecto al modo en que se están

aplicando las estrategias tradicionales, en el periodo más reciente, en la mayor parte de los países industrializados. Estos aspectos formales -el carácter estructurado con que se exponen ante los agentes, el apoyo en mecanismos institucionales para reafirmar el compromiso antiinflacionista de las autoridades y la presentación conjunta con un programa de políticas económicas y estructurales de reforma, que resalta la coherencia con las mismas de la política monetaria- son los que se presentan como las ventajas más obvias de las estrategias directas.

Sus principales inconvenientes vienen determinados por el elevado grado de indefinición de estas estrategias en el nivel de las variables intermedias. No obstante, este rasgo está también presente, en alguna medida, en las "estrategias tradicionales" aplicadas hoy en la mayor parte de los países, que son estrategias mixtas, en uno u otro grado, y no estrategias en dos niveles, en un sentido estricto, por lo que no disfrutaban plenamente de las propiedades que la teoría atribuye a estas últimas. La indefinición en el nivel intermedio plantea dificultades operativas importantes en la toma de decisiones y en la instrumentación técnica de la política monetaria y deja un margen amplio a la discrecionalidad de las autoridades en el medio y corto plazo, el cual afecta negativamente al carácter disciplinador y a la credibilidad de las estrategias monetarias.

Las dificultades operativas de las estrategias de precios se plantean también para las estrategias tradicionales, en la medida en que estas últimas, con los condicionantes impuestos por el contexto financiero actual, no disponen de una variable intermedia que se configure como guía operativa exclusiva de la política monetaria. No obstante, en un marco adecuado para las estrategias con objetivos intermedios -que no es descartable que exista en el futuro, en algunos países, o bien en áreas económicas integradas-, la desventaja relativa de las estrategias directas en este aspecto sí sería merecedora de consideración. A pesar de ello, ciertos factores contribuirían a reducir esta hipotética desventaja; en particular, los que tienden a disminuir la longitud de los retardos en la transmisión de la política monetaria (como, por ejemplo, la existencia de mercados desarrollados y profundos de instrumentos de financiación a tipo variable, un nivel elevado de competencia entre los intermediarios, etc.).

Respecto al efecto desfavorable de la mayor capacidad discrecional sobre la disciplina y la credibilidad, las estrategias de precios se apoyan, para contrarrestarlo, en la gran precisión en la definición y planteamiento de los objetivos sobre las variables últimas. Sin embargo, esta mayor precisión, que puede representar una de las principales ventajas de estas estrategias, en términos de ganancia de credibilidad, puede, a su vez, ejercer sobre ella el efecto contrario, en la medida en que aumenta la probabilidad de que perturbaciones no anticipadas o errores de planteamiento de la política monetaria obliguen a modificar los objetivos; dicha probabilidad no se anula con la definición previa de las desviaciones admisibles, aunque se reduce. Y, por otra parte, con ello no se elimina la capacidad reconocida de las autoridades para modificar los objetivos, ni la posibilidad de que estas modificaciones pudieran responder a criterios laxos, pese a presentarse con justificaciones aparentemente rigurosas. Finalmente, la credibilidad continúa necesitando, en una u otra medida, según los casos, ciertos refuerzos; y, para obtenerlos, se recurre en estos países a los mecanismos de tipo institucional, similares, en muchos casos, a los que se proponen en otros países de nuestro entorno.

La valoración de estas estrategias a partir de los resultados registrados ha de realizarse con cautela. Los logros en términos de reducción y contención de la inflación en los países que las han aplicado parecen ser, hasta la fecha, muy positivos, a pesar de que en ningún caso existía una reputación antiinflacionista previa acreditada. No obstante, no son atribuibles exclusivamente a la estrategia monetaria, sino también a las medidas institucionales y a los programas de reformas estructurales y planes de consolidación fiscal de los que se han acompañado; por otra parte, el período de aplicación es aún muy corto y ha transcurrido en una coyuntura favorable, por lo que un contraste más riguroso habrá de esperar el desarrollo de la fase alcista de los ciclos respectivos.

La consideración de las estrategias de precios como posibles alternativas se apoya en su capacidad potencial para contener las expectativas inflacionistas -que aparece asociada, esencialmente, al carácter vinculante, para las autoridades, de unos objetivos de precios muy precisos, anunciados públicamente-. Pueden representar una opción adecuada, en particular, en algunos países en los que la referencia

interna que en el pasado proporcionaban los agregados monetarios ha perdido gran parte de su validez, o bien, en otros países, en los que la inestabilidad de los mercados financieros y cambiarios ha llevado a renunciar a las estrategias previas de vinculación del tipo de cambio.

No obstante, alcanzar dichos beneficios potenciales exige cumplir ciertos requisitos adicionales, lo que reduce el conjunto de países en los que el planteamiento estricto de estas estrategias resulta adecuado, y creíble. Algunos de estos requisitos -la aceptación de un grado de precisión elevado en la definición del objetivo, el establecimiento de plazos razonables para alcanzarlo y un compromiso de las autoridades para el desarrollo de la estrategia a lo largo de un periodo relativamente prolongado- no parecen ser excesivamente difíciles de satisfacer, a priori, especialmente si se establece la estrategia según un enfoque gradualista. Otro requisito -como un pacto entre las autoridades económicas pertenecientes a todos los ámbitos, para desarrollar una combinación de políticas económicas adecuada para la consecución de los objetivos de inflación- parecen indispensables y suponen la aceptación de un compromiso de mayor alcance, cuyo cumplimiento es mucho más difícil garantizar. Un requisito adicional, y aún más restrictivo, es la ausencia de rigideces y de otro tipo de problemas de carácter estructural de cierta entidad, en la economía considerada, ya que, independientemente de la voluntad y del grado de compromiso de las autoridades respecto a los objetivos, su cumplimiento puede verse impedido por el impacto de numerosas perturbaciones, de origen diverso, si la economía no disfruta de un grado de flexibilidad adecuado para responder a ellas.

Algunos rasgos destacables de las estrategias directas son susceptibles de ser incorporados a otro tipo de estrategias. Entre ellos se destacan: el carácter global del análisis monetario, el énfasis en proporcionar una información al público precisa, puntual y regular sobre el curso de la política monetaria y el refuerzo a la credibilidad desde la reforma de ciertos aspectos institucionales. Su consideración puede ofrecer grandes ventajas en aquellos países en los que, por no reunir los requisitos mencionados en el párrafo anterior, acaso no resulte conveniente o efectiva la adopción de una estrategia de objetivos de precios; incluso, en aquellos contextos en los que las referencias u

objetivos en términos de agregados monetarios resultaran ser los más adecuados. De hecho, la gran relevancia que los países con estrategias directas conceden al seguimiento exhaustivo de un conjunto amplio de indicadores (que incluye, junto a los agregados monetarios, otras variables significadas) puede estar contribuyendo a la importancia creciente con que tales indicadores se consideran en los restantes países.

Entre los elementos institucionales con los que se combinan las nuevas estrategias, se han desarrollado, especialmente, los mecanismos tendentes a aumentar la transparencia de las actuaciones de las autoridades monetarias, mientras que el tratamiento del tema de la independencia del banco central varía mucho de unos a otros países. En los casos en los que la autonomía concedida al banco central es menor, mayores son los esfuerzos en la difusión de información al público, puesto que es la suma de dos elementos -independencia del banco central y transparencia- lo que incide sobre la credibilidad y los logros de la estrategia. En los últimos tiempos, diversos países están planteando la independencia de sus bancos centrales, como reflejo de la atención y valoración creciente de las que es objeto, con carácter generalizado, la credibilidad de la política monetaria. No obstante, la contribución de los aspectos de transparencia merece una mayor consideración, especialmente, en aquellos países en los que, por distintos motivos -planteados, por lo general, en el debate político- la concesión de un grado mayor de autonomía al banco central se enfrenta a ciertos obstáculos.

La cuestión clave aún no contestada es la de saber si con estos métodos se consigue construir un consenso social antiinflacionista, que sí parece imprescindible para que la política monetaria tenga capacidad para contener, de forma duradera, la inflación. Uno de los aciertos atribuibles a estas estrategias es el de haber logrado, cuando menos, situar en el centro del debate económico y social la conveniencia de reducir la inflación y avanzar hacia la estabilidad de precios.

En última instancia, las estrategias de política monetaria constituyen un elemento más dentro del conjunto de políticas económicas y estructurales aplicadas por las autoridades. El éxito en la consecución de sus objetivos está muy condicionado por las restantes políticas, en

igual medida en las estrategias directas que en cualesquiera otras y, probablemente, en todas ellas, ahora más que en el pasado.

BIBLIOGRAFÍA

- BALL, L. (1993): "How costly is Disinflation. The Historical Evidence", en Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, noviembre.
- BANCO DE ESPAÑA (1993): Boletín Económico, diciembre.
- BANK OF CANADA (1991): "Targets for reducing Inflation", en Bank of Canada Review, marzo.
- BANK OF ENGLAND: "Inflation Report", varios números (bimensual).
- BOSCHEN, J.F. (1990): "Price Level Stability through Currency rather than Inside Money", en Haraf & Cagan (eds.), "Monetary Policy for a Changing Financial Environment", American Enterprise Institute.
- (1988): "Monetary Policy and the Information Content of Indexed Bonds", en Journal of Macroeconomics, v. 10, núm. 2.
- BOSCHEN, J.F. y K. TALBOT (1987): "Inside money, outside money and inflation", F.R.B. of Kansas City, Research Working Paper.
- BRYAN, M y S.G. CECCHETTI (1993): "The Consumer Price Index as a Measure of Inflation", en Economic Review, F.R.B. of Cleveland, v.29, n.4.
- Centre for Economic Policy Research (1993): "Independent and Accountable. A New Mandate for the Bank of England". Informe del grupo de expertos presidido por Eric Roll.
- CLIFTON, E.V. (1990): "Real Interest Rate Targeting: An Example From Brazil", Fondo Monetario Internacional, Working Paper n.111.

- CROCKETT, A.D. (1994): "Rules versus Discretion in Monetary Policy", en "A Framework for Monetary Stability", de Wijnholds, Eijffinger y Hoogduin (eds.), Kluwer Academic Publishers.
- DAVIES, G. (1993): "The Consequences of the Government's New Inflation Target", en International Economics Analyst, Goldman Sachs, enero.
- DE KOCK, G. (1991): "Expected Inflation and Real Interest Rates Based on Index-Linked Bond Prices: The U.K. Experience", en Quarterly Review, F.R.B. of New York, otoño.
- EIJFFINGER, S. y E. SCHALING (1993): "Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries", en Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, n.184.
- FERNANDEZ DE LIS, S. (1994): "Las clasificaciones de los Bancos Centrales según su independencia. Una revisión crítica de la literatura", Banco de España, Documento Interno EC/1994/9.
- FREEDMAN, C. (1994): "Formal Targets for Inflation Reduction: The Canadian Experience", en "A Framework for Monetary Stability", de Wijnholds, Eijffinger y Hoogduin (eds.), Kluwer Academic Publishers.
- GAVIN, W.T. y A.C. STOCKMAN (1991): "Why a Rule for Stable Prices May Dominate a Rule for Zero Inflation", en Economic Review, F.R.B. of Cleveland v.27, n.1.
- JENKINS, P y C. WALSH (1987): "Real Interest Rates, Credit Markets and Economic Stabilization", en Journal of Macroeconomics, v.9, n.1.
- JUDD, J. P. y B. MOTLEY (1993): "Using a Nominal GDP Rule Guide Discretionary Monetary Policy", en Economic Review, F.R.B. of San Francisco, n.3.

- KASMAN, B. (1992): "A Comparison of Monetary Policy Operating Procedures in Six Industrial Countries", en Quarterly Review, F.R.B. de New York, verano.
- KING, M. (1994): "The Transmission Mechanism of Monetary Policy". Conferencia en Lombard Street Research, mayo.
- KOHN, D. (1989): "Policy Targets and Operating Procedures in the 1990s" en "Monetary Policy Issues in the 1990s", F.R.B. of Kansas City.
- LAIDLER, D. (1986): "Money in Crisis. A Review Essay", en Journal of Monetary Economics, n.17, North Holland.
- LEVIN E.J. y L.S. COPELAND (1993): "Reading the message from the UK indexed bond market: real interest rates, expected inflation and the risk premium", en The Manchester School Economic and Social Studies, v. 61, suplemento, junio.
- LINDH, Y. (1993): "Monetary Policy Indicators", en Quarterly Review, n.I, Sveriges Riksbank.
- LLOYD, M. (1992): "The New Zealand Approach to Central Bank Autonomy", en Reserve Bank Bulletin, v. 55, n.3, R.B. of New Zealand.
- NICKOLL, P. y D. ARCHER (1992): "An Announced Downward Path for Inflation", en Reserve Bank Bulletin, v. 55, n 4, R.B. of New Zealand.
- OCDE: "Economic Surveys". (Monográficos sobre las economías de Nueva Zelanda, Canadá, Suecia y el Reino Unido). Varios números.
- POOLE, W. (1970): "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model", en The Quarterly Journal of Economics, n.84.

- RAE, D. (1993): "Measuring Inflation", en Reserve Bank Bulletin, v. 56, n.1. Reserve Bank of New Zealand.
- ROGER, S. (1994): "Alternative Measures of Underlying Inflation", en Reserve Bank Bulletin, v. 57, n.2. Reserve Bank of New Zealand.
- ROGOFF, K. (1985): "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", en The Quarterly Journal of Economics, v.C, n.4.
- SCHWARTZ, A.J. (1992): "Do Currency Boards Have a Future?", The Institute of Economic Affairs, Occasional Paper, n.88.
- SIBERT, A. y S. MEINER (1988): "Maintaining Central Bank Credibility", en Economic Review, F.R.B. of Kansas City, septiembre.
- SVERIGES RIKSBANK (1994, 1993): "Inflation and Inflation Expectations in Sweden", Economics Department, marzo/94, octubre/93.
- SVENSSON, L. (1994): "The Simplest Test of Inflation Target Credibility", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series, n.940
(1992): "Targets and Indicators with a Flexible Exchange Rate", en "Monetary Policy with a Flexible Exchange Rate", Sveriges Riksbank, diciembre.
- SWINBURNE, M. y M. CASTELLO-BRANCO (1991): "Central Bank Independence: Issues and Experience", IMF Working Paper, n.58.
- VEGA, J. L. (1993): "Algunos aspectos del seguimiento directo de la inflación como estrategia de política monetaria", Banco de España, Documento interno EC/1993/77.
- WALSH, C.E. (1983): "Should the Federal Reserve Stablish a Real Interest Rate Target?", en Economic Review, F.R.B. of Kansas City, n.68.

ANEJO:

EXPERIENCIAS DE APLICACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS DE SEGUIMIENTO DIRECTO DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN:

NUEVA ZELANDA, CANADÁ, EL REINO UNIDO Y SUECIA

El estudio de cada país cubre, por este orden, los siguientes aspectos: la situación económica de partida, el cambio de estrategia monetaria y las medidas que lo acompañaron, los aspectos técnicos de la estrategia, el marco institucional y los resultados hasta la fecha. El tratamiento que reciben los distintos países no es homogéneo. Se analizan con mayor detalle aquellos en los que la estrategia se lleva aplicando durante un período más prolongado, y presentan, por tanto, un modelo más completo y estructurado. En particular, en el caso de Suecia, la aplicación de la estrategia permanece aún en fases preliminares, lo que se refleja en un análisis de su caso más superficial y formalmente distinto, en el que aún no cabe un contraste, ni tan siquiera somero, de sus resultados. Por otra parte, en la sucesión de países tratan de destacarse los elementos que resultan más diferenciadores, en cada caso, respecto a los países analizados anteriormente. Los cuadros 1 y 2, incluidos en el texto principal, ofrecen una visión esquemática de los principales aspectos técnicos e institucionales de las estrategias aplicadas en estos cuatro países.

I. NUEVA ZELANDA

La definición de la nueva estrategia de política monetaria se desarrolla a partir de la aprobación del nuevo estatuto del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda del año 1989. En él se establece como su función principal la conducción de una política monetaria orientada a alcanzar y mantener la estabilidad de precios, se otorga a este objetivo carácter de ley y se requiere un acuerdo entre el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco -el "Policy Targets Agreement" (PTA)- para la determinación de los aspectos concretos en los que se plasma este objetivo; el primer PTA se firmó en el mes de marzo de 1990.

I.1 La situación de partida

La introducción del nuevo modelo de la política monetaria se inscribe en el marco de una reforma de carácter estructural, de mucho mayor amplitud, emprendida en Nueva Zelanda en la segunda mitad de la década de los ochenta. La reforma venía auspiciada por el comportamiento insatisfactorio de la economía neozelandesa durante los años setenta y ochenta, especialmente evidente en la comparación con los restantes países industrializados. Hasta 1985, era una de las economías que mostraba mayor nivel de protección, tendía a registrar crecimientos muy volátiles y no apoyados por avances de productividad (explicados por el crecimiento de los factores de producción), soportaba controles sobre precios y salarios, sus mercados financieros estaban sobrerregulados y las políticas económicas habían sido, fundamentalmente, acomodaticias. Los resultados económicos correspondientes señalaban tasas de crecimiento entre las menores de la OCDE, déficit fiscales y de balanza de pagos persistentes y, en consecuencia, niveles de deuda pública y externa en continuo aumento; el paro comenzaba a acelerar su crecimiento

desde unos niveles tradicionalmente reducidos, y la inflación mostraba tasas altas y muy variables, en un marco de fuerte indexación¹.

El año 1984 marca solo el inicio de las reformas, que se centraron en la eliminación gradual de los potentes esquemas de subsidiación de la agricultura y de las exportaciones; posteriormente, se procedió a la apertura del comercio libre con Australia y a la reforma del sistema impositivo (actualmente, uno de los menos distorsionadores de la OCDE).

Hasta entonces la política monetaria había seguido objetivos múltiples y variables, no siempre claramente especificados y frecuentemente inconsistentes con la estabilidad de precios. La política cambiaria se inscribía en un sistema de "crawling peg" -con vinculaciones sucesivas de la cotización del dólar neozelandés a la libra esterlina, al dólar norteamericano y a una cesta de monedas- y las devaluaciones eran constantes. A partir de 1984, se inicia la transición a un sistema de tipo de cambio flexible -con flotación controlada por el banco central-² y el papel de la política monetaria se reconsidera: adopta un enfoque de medio plazo y un objetivo único de estabilidad de precios, pero estos cambios aún no se institucionalizan; por otra parte, se inicia el proceso de desregulación financiera, de supresión de controles monetarios directos en favor del manejo de los tipos de interés y de redefinición de la operativa a través de instrumentos de mercado.

En este período de reformas estructurales, las políticas económicas mantuvieron un tono restrictivo que, en el contexto de apertura externa

¹ En el período 1974-88, el PIB creció a un ritmo medio anual del 1,4%, y la tasa media de inflación se situó en torno al 12% (uno de los peores registros entre los países de la OCDE), lo que supuso un crecimiento acumulado de los precios al consumo del 480%, en estos 15 años.

² Las ventajas de un sistema de tipo de cambio flexible, como mecanismo amortiguador de las perturbaciones sobre la relación real de intercambio, resultan particularmente atractivas para un país como Nueva Zelanda, en el que el 70% de sus exportaciones es de productos primarios y semielaborados, por lo que se ve afectado por perturbaciones de este tipo con una frecuencia elevada. Por otra parte, la alternativa de fijación del tipo de cambio respecto a otra moneda no encuentra una candidata suficientemente adecuada: Australia es la economía con la que el grado de integración comercial es mayor, pero no gozaba entonces de mejor reputación antiinflacionista.

y liberalización de los mercados financieros, generaron un descenso brusco de la inflación (solo entre 1987 y 1988, se redujo del 15,7% al 6,4%) -que tendió a elevar los tipos de interés reales y a apreciar el tipo de cambio real- y una desaceleración continuada de la actividad económica. En 1990, se entraba en recesión, que alcanzaba el punto más crítico en el segundo trimestre de 1991 (véase gráfico I.1).

I.2 El cambio de estrategia

En este contexto complicado -un proceso de ajuste estructural, en una coyuntura económica recesiva-, y, como principal factor positivo, el inicio de una corrección a la baja de los crecimientos de precios y salarios, se establece, en el mes de octubre de 1990, un nuevo gobierno, que adopta un conjunto de medidas para afrontar las principales reformas pendientes:

- Medidas de flexibilización del mercado de trabajo ("Employment Contracts Act" de diciembre de 1990, aplicable desde mayo de 1991).

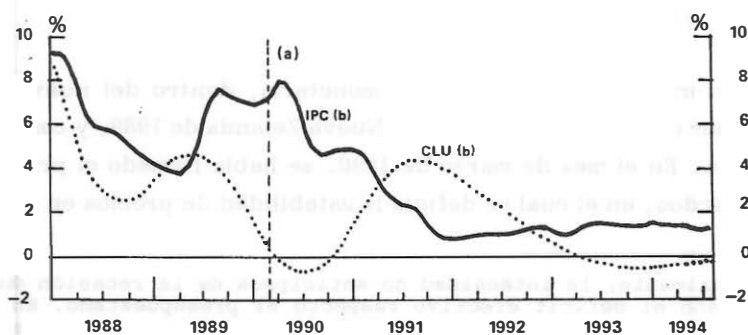
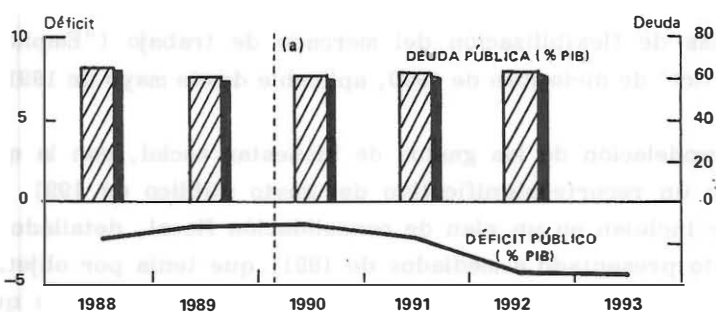
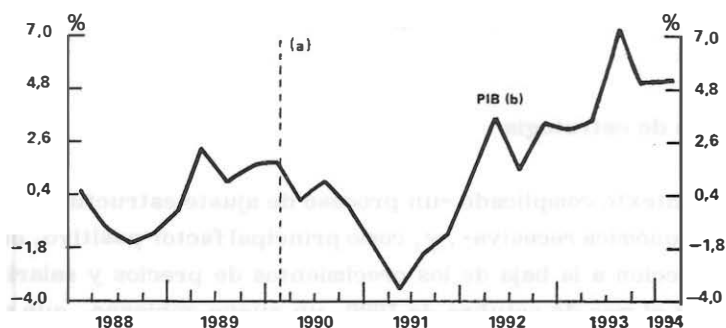
- La remodelación de los gastos de bienestar social, con la que se proyectaba un recorte significativo del gasto público en 1991. Estas medidas se incluían en un plan de consolidación fiscal, detallado en el presupuesto presentado a mediados de 1991, que tenía por objetivo el equilibrio presupuestario en el año fiscal 1993/94, a pesar de que se preveía un ligero aumento del déficit público en el año fiscal 1991/92, de justificación cíclica³.

- La reformulación de la política monetaria, dentro del nuevo marco definido por el Estatuto del Banco de Nueva Zelanda de 1989, y concretada en los PTA. En el mes de marzo de 1990, se había firmado el primero de estos acuerdos, en el cual se definía la estabilidad de precios en términos

³ Finalmente, la intensidad no anticipada de la recesión duplicó en aquel año el déficit efectivo respecto al presupuestado. En 1992, se presentó un nuevo plan de consolidación fiscal que, aunque menos ambicioso, sería igualmente incumplido: en el año fiscal 1992/93, pese a la evolución cíclica favorable (un crecimiento real del PIB de 3%), el déficit público alcanzó el 4,4% del PIB. La corrección ha tenido lugar en el ejercicio 1993/94, en el que se ha alcanzado el superávit.

Gráfico 1.1

NUEVA ZELANDA: ACTIVIDAD, FINANZAS PÚBLICAS Y PRECIOS



Fuentes: WEFA, FMI y Banco de España.

(a). Marzo de 1990. Primer acuerdo de objetivos de inflación.

(b) Tasas de crecimiento interanual del Índice de Precios de Consumo y los Costes Laborales Unitarios.

de una tasa de inflación comprendida entre 0% y 2%, y se fijaba el mes de diciembre de 1992 como fecha para alcanzarlo. En diciembre de 1990, el nuevo gobierno aplazó el objetivo al mes de diciembre de 1993, tras una reevaluación de los costes en términos de empleo, de una reducción de la inflación demasiado intensa, probablemente, para el período considerado en un principio.

1.3 La estrategia monetaria: aspectos técnicos

Desde el primer PTA, los objetivos se establecen sobre los incrementos interanuales, registrados mes a mes (no solo en la media anual o en una fecha límite) del Índice de Precios de Consumo. La estrategia del banco central permite desviaciones ocasionales en las tasas mensuales, asociadas a perturbaciones exógenas de gran magnitud o a "shocks" directos sobre el nivel de precios⁴, pero siempre con carácter transitorio. Por otra parte, define un objetivo de inflación subyacente (con fines operativos internos), que excluye del IPC los costes crediticios -incluidos los hipotecarios-, el impacto estimado de los cambios en el impuesto del valor añadido y el precio del petróleo. El PTA impone al Banco el requisito de realizar el seguimiento de otros índices de precios.

En contraste con otros países, como Canadá, en Nueva Zelanda no se definieron etapas intermedias de reducción de la inflación hasta el objetivo final de la estabilidad de precios. Se consideró que una estrategia gradualista podía conllevar riesgos mayores de pérdida de credibilidad, por ser más probable, en la fase inicial de aplicación, el incumplimiento de los objetivos o la necesidad de su modificación; y, además, un objetivo como referencia única podría tener un impacto más evidente sobre el proceso de formación de expectativas de los agentes. No obstante, por necesidades operativas, la Reserva Federal definió, internamente, etapas

⁴ Bajo el PTA actual, los principales "shocks" que permitirían acomodar la desviación respecto a los objetivos son: cambios en la relación real de intercambio, en el IVA, desastres naturales, variaciones significativas en otros impuestos indirectos, en tasas del gobierno o municipales y cambios de los tipos de interés que provocaran divergencias significativas entre los cambios en el IPC con y sin costes hipotecarios.

intermedias, expresadas en bandas objetivos para la inflación: de 2,5%-4,5% en diciembre de 1991 y 1,5%-3,5% en diciembre de 1992. En este mes, la inflación se halló, efectivamente, en el rango del 0%-2%, y se firmó un segundo PTA, en el que el logro de la estabilidad de precios se sustituyó por su mantenimiento, de modo que se prorrogó esta banda objetivo, de forma indefinida.

En el nivel intermedio, los principales indicadores que utiliza la Reserva de Nueva Zelanda como guías operativas de su política monetaria son: el tipo de cambio, el nivel y estructura de los tipos de interés, nominales y reales, las encuestas de expectativas de inflación y diversos indicadores directos del sector real. Todos estos indicadores se analizan de forma conjunta, y su evolución particular no genera ningún tipo de respuesta automática.

En el pasado, no se ha prestado mucha atención a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, puesto que el proceso de reforma de los mercados financieros ha comportado una gran inestabilidad de la relación de los agregados con las variables últimas, especialmente, en el corto plazo. A pesar de que, recientemente, se estima que proporcionan información válida en relaciones de medio plazo (indicadores del estado de la economía), esta no se considera de puntualidad suficiente para ser de utilidad operativa (empíricamente, no se encuentran ventajas respecto a otras variables).

La evolución del tipo de cambio y de los tipos de interés recibe atención prioritaria, justificada por su capacidad para reflejar las expectativas de inflación (en intensidad y rapidez) y por su pertenencia al mecanismo de transmisión. El tipo de cambio tiene un papel fundamental en la instrumentación de la política monetaria a muy corto plazo. El Banco predice las presiones inflacionistas asociadas a otros factores y, de forma residual, deriva una banda de tolerancia de la evolución del tipo de cambio⁵ que, de esta forma, se altera cuando se modifican las tasas de

⁵ Se realiza una estimación regular del coeficiente de impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación, que se considera de gran utilidad y que determina la amplitud de la banda. El tipo de cambio que sirve de base, en la actualidad, corresponde a un

inflación esperadas, sin dejar por ello de ser consistente con el objetivo de precios. Los tipos de interés reaccionan al comportamiento del tipo de cambio dentro de la banda para impedir desviaciones significativas respecto a los objetivos de precios; este tipo de actuaciones ha sido, hasta el momento, poco frecuente. Desde el inicio de la flotación el Banco, nunca se ha visto obligado a intervenir en los mercados de cambios.

De forma similar, se estiman rangos de evolución idónea de los tipos de interés nominales, consistentes con las variaciones en otros indicadores que inciden en la inflación (costes) y con otros factores que no se reflejan directamente en ella (condiciones monetarias, inflación prevista, etc.), aunque la relación tipos de interés-inflación no está aún perfectamente cuantificada. En cualquier caso, el Banco no reacciona automáticamente cada vez que un indicador abandona el rango permitido, y, en otras ocasiones, interviene, aun cuando el indicador se sitúa en el interior del rango. En general, en casos de conflictos entre las tendencias deseadas en tipos de cambio y tipos de interés, aquellos han determinado las decisiones, lo que se justifica porque se estima un impacto del tipo de cambio más rápido y directo sobre la inflación⁶.

El diferencial entre los tipos de interés a corto y a largo plazo es considerado como un indicador útil de las tendencias futuras de la actividad y la inflación; se analiza la tendencia de los tipos a largo plazo para estimar las expectativas inflacionistas existentes. Por otra parte, se realizan previsiones sobre los tipos de interés reales, internos y externos, y se estiman los diferenciales, con el objetivo de captar la prima de riesgo implícita de los activos domésticos y, a través de ella, la

índice con ponderaciones comerciales (TWI), lo que no obsta para prestar gran atención a las cotizaciones frente a las monedas norteamericana y australiana. El rango de evolución se extiende por un período de 2 a 10 trimestres y varía de acuerdo con las previsiones de inflación que, a su vez, son función de la evolución de los costes laborales, los beneficios, las expectativas y los tipos de interés.

⁶ No obstante, la importancia del efecto de los tipos de interés sobre la inflación -pese a no estar aún bien cuantificada y ser, presumiblemente, más lenta- está llevando actualmente a replantear estrategias, con el objetivo de contemplar no solo su impacto a corto plazo, sino la suma de efectos en el largo plazo.

confianza de los inversores en la estabilidad de precios interna y su valoración de la política fiscal.

Respecto al esquema de instrumentación, se basa en el control cuantitativo de la liquidez. Por esta vía, la Reserva de Nueva Zelanda influye, de forma indirecta, sobre el nivel de los tipos de interés a corto plazo, envía señales sobre el tono monetario deseado y, de forma colateral, afecta al tipo de cambio⁷.

I.4 El marco institucional

La credibilidad y el éxito de la estrategia monetaria se hace corresponder con cuatro factores: la determinación de un objetivo único, su identificación con la estabilidad de precios, la transparencia de las decisiones y actuaciones de las autoridades en cuestiones de política monetaria y la independencia del banco central para su logro. Los dos primeros factores configuran la regla de la política monetaria, mientras que los dos últimos se apoyan en elementos institucionales, que pretenden ejercer un control sobre las actuaciones de las autoridades en las que hay cabida para cierta discrecionalidad (en las decisiones ejecutivas sobre las técnicas de política monetaria y las desviaciones respecto al objetivo).

La transparencia en las actuaciones del Banco de la Reserva se promueve desde su Estatuto, que requiere, por una parte, la firma del

⁷ La Reserva ajusta la oferta o influye sobre la demanda de los depósitos que mantienen los bancos en ella (de forma voluntaria y como parte de sus recursos para pagos interbancarios diarios). Determina un objetivo diario de liquidez global del sistema, para pagos interbancarios -en millones de dólares-, el llamado "cash target", que se modifica de forma muy poco frecuente y sus cambios funcionan como señales muy claras de la orientación de la política monetaria; no obstante, se fija de modo que asegure que los bancos necesitarán liquidez adicional con regularidad, lo que permite a la Reserva de Nueva Zelanda recurrir -y lo hace diariamente- a otros instrumentos (subastas de créditos, operaciones de mercado abierto en títulos públicos y letras de emisión propia y redescuento de estas con penalización) para acomodar, corregir o impulsar la evolución de los tipos de interés de mercado. Por otra parte, la Reserva participa activamente en los mercados cambiarios, en actividades de negociación y en intervenciones, mediante las que procura suavizar la evolución de los diferenciales de tipos de interés (fundamentalmente, frente a los de Australia) y reducir la volatilidad cambiaria.

PTA -en el que se establece la definición explícita y precisa del objetivo, su publicidad y los motivos que pueden justificar su abandono-, y, por otra, la publicación de un informe de frecuencia mínima semestral (el "Monetary Policy Statement"), que debe permitir al público el contraste del éxito en la contención de la inflación, así como valorar las perspectivas futuras y juzgar las decisiones de las autoridades monetarias; tras la publicación de cada informe, la Reserva se somete a un examen ante un comité parlamentario. Otras vías de control de sus actuaciones son el Informe Anual, las auditorías externas ordenadas por el Ministro de Finanzas según su criterio (respecto a las actividades totales del Banco, no solo las relacionadas con la política monetaria) y la supervisión por parte del Consejo del Banco de las decisiones del gobernador.

El Consejo, en el caso de la Reserva de Nueva Zelanda, se concibe como una institución de control más que como un órgano de toma de decisiones, lo cual se corresponde con el deseo del Gobierno, reflejado en el Estatuto, de concentrar la responsabilidad de la política monetaria en una sola persona: el Gobernador. El Consejo actúa como un agente del gobierno⁸. El control se entiende como la valoración de la actuación del Banco y del Gobernador en términos de los objetivos estatutarios y los recogidos en el PTA y respecto al uso de los recursos disponibles.

Por lo que respecta a la figura del gobernador, este es elegido por el ministro de finanzas bajo recomendación del Consejo, por un período de 5 años. A pesar de que, en un principio, se planteó la posibilidad de ligar explícitamente su permanencia en el cargo y su remuneración al logro de los objetivos definidos, finalmente se eligió por una opción menos personalizada. Por una parte, se estableció -en el Estatuto- la facultad del Ministro de Finanzas para cesarle, o negarle la renovación en el puesto, en caso de juzgar su gestión insatisfactoria (con el baremo del grado de cumplimiento de los objetivos). Por otra parte, la legislación ha establecido la financiación del Banco a través de un acuerdo por 5 años -

⁸ El Consejo se compone de 7 a 10 directores, incluidos el gobernador y 1 ó 2 subgobernadores. Entre 4 y 7 directores son de carácter no ejecutivo, y son siempre necesarios para alcanzar la mayoría, en las reuniones; su elección corresponde formalmente al gobernador, pero la decisión efectiva procede del gobierno.

que se corresponden con la duración del contrato del gobernador- firmado por el Ministro de Finanzas y el Gobernador, y que debe ser ratificado por el Parlamento. En el acuerdo de financiación del mes de abril de 1991, se congelaban los gastos operativos del Banco durante los cinco siguientes años en el nivel efectivo del ejercicio 1990/91; con ello se pretendía que la merma de ingresos en términos reales asociada a mayores tasas de inflación actuara como incentivo para mantener la actitud antiinflacionista del Banco y de sus autoridades. Sin embargo, no se consideró el impacto que podía tener la falta de autonomía económica del Banco sobre la independencia de sus decisiones, ni, en última instancia, sobre su credibilidad.

El Banco Central de Nueva Zelanda es considerado como uno de los más independientes del mundo. Sin embargo, si bien esto es cierto en cuanto a la formulación y adopción de decisiones operativas de la política monetaria, en la que el Banco tiene total autonomía y el gobernador responsabilidad propia, no lo es tanto en la determinación de los objetivos: el Ministro de Finanzas establece (en discusión con el Banco), a través del PTA, el objetivo de la política monetaria y, por otra parte, tiene el derecho a cambiar el objetivo (derecho del que carece el Gobernador), invocando lo que se conoce como una "provisión de override", de carácter formal y público, por un período de un año. A pesar del hincapié en el carácter público - y transparente- del recurso a la modificación y de la necesidad de repetir el proceso formal, en caso de desear su prórroga, no deja de ser una demostración de la capacidad del Ministro de Finanzas para imponer su criterio, frente al del Gobernador, en la eventualidad de una valoración diferente de la relación entre el objetivo de la política monetaria y los restantes objetivos de las políticas económicas.

La política cambiaria es responsabilidad del gobierno. Según su estatuto, la Reserva de Nueva Zelanda debe asesorar en cuestiones cambiarias al gobierno, pero este puede, mediante directivas escritas y hechas públicas, dar órdenes de intervención en los mercados de cambio

a la Reserva y establecer el tipo de cambio concreto para cualesquiera de sus operaciones⁹.

La política fiscal supone también una fuente potencial de restricciones o complicaciones para la política monetaria, en la medida en que no existen límites legales específicos a la financiación del gobierno por parte del Banco. Esta ausencia de límites legales se justifica argumentando que las implicaciones inflacionistas obvias de la monetización hacen a esta, por definición, incompatible con los restantes elementos del marco estatutario y, por esta vía, queda, por tanto, acotada.

I.5 Resultados tras el cambio de estrategia

Parecen ser muy positivos, tanto en la reducción de la inflación y de las expectativas inflacionistas como en la credibilidad concedida a la estrategia (véase gráfico I.1). Nueva Zelanda registra en la actualidad la tasa de inflación más reducida de los países industrializados (1,3% como media de 1993); desde el mes de abril de 1990, tras la firma del primer PTA, la inflación se redujo de forma continuada, hasta situarse dentro de la banda objetivo en septiembre de 1991 (desde el 8% hasta el 1,8%, en tasas mensuales de crecimiento interanual de los precios)¹⁰, y, desde entonces, aunque ha registrado oscilaciones, nunca ha abandonado la

⁹ Si el Gobernador considera una directiva inconsistente con el objetivo de estabilidad de precios y/o con el PTA, tiene el derecho a notificárselo al gobierno. En caso de inconsistencia con el objetivo estatutario, puede no aplicar la directiva hasta que se modifique formalmente el objetivo de la política monetaria, y, si la inconsistencia es con el PTA, el Banco deja de quedar obligado al cumplimiento del PTA y debe firmarse un nuevo acuerdo.

¹⁰ Esta evolución favorable no puede atribuirse exclusivamente al cambio de estrategia. El proceso de rápida reducción inicial de la inflación fue impulsado, junto al descenso de las expectativas inflacionistas -en el que incidieron, junto con el cambio de estrategia monetaria, las restantes reformas abordadas y la caída del ritmo de la actividad-, la evolución favorable de los precios de importación y exportación, del precio del petróleo y de las materias primas, el descenso del crecimiento de los salarios nominales (en el que incidió la situación recesiva, la reforma del mercado del trabajo, y también, probablemente, la reconsideración de las expectativas de inflación) y el descenso de los costes hipotecarios y del precio de las viviendas.

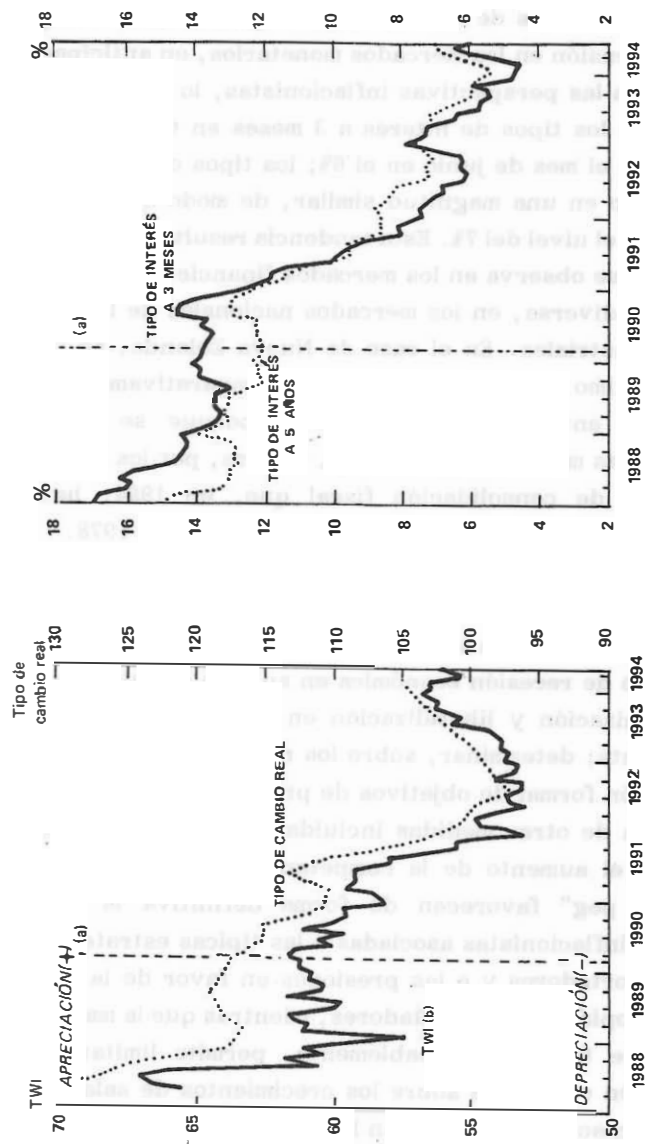
banda. En un contexto de gran pujanza de la actividad, en 1993, con un crecimiento real del PIB del 4,6%, la inflación tendió al alza, pero desde el 1,5% interanual, máximo registro alcanzado en el mes de junio, la trayectoria ha sido de descenso, hasta situarse en el 1,1%, en julio de 1994. No obstante, los informes de expectativas del mercado más recientes señalan un repunte de la inflación en los próximos meses, que situarían la tasa en el límite superior de la banda a mediados de 1995, nivel en el que se mantendría en el año siguiente, mientras que la tasa de inflación subyacente seguiría una trayectoria paralela, pero a niveles inferiores. La evolución del tipo de cambio no ha comprometido los logros en la reducción de la inflación, pues la evolución de los precios descrita se ha combinado con una depreciación considerable del tipo de cambio (en términos efectivos nominales, del 9%, en el período comprendido entre mediados de 1991 y fines de 1992), y sí parece haberse beneficiado de ellos, con una reducción de la volatilidad cambiaria y un fortalecimiento posterior de la moneda neozelandesa (véase gráfico I.2).

La trayectoria de los tipos de interés se modificó de forma drástica con la introducción de la estrategia. Desde principios de 1991 a finales de 1992, los tipos de interés a corto plazo se redujeron desde el 12% hasta el 6%¹¹, y los tipos a largo plazo, desde el 12% hasta el 7%; la pendiente de la curva de rendimientos permitía deducir que el éxito en la reducción de la inflación se confirmaba con el abatimiento de las expectativas inflacionistas; no obstante, el descenso de los tipos de interés nominales, combinado con tasas mínimas de crecimientos de los precios, mantenía los tipos de interés reales en niveles aún muy elevados (entre los más altos de la OCDE). Con posterioridad, los tipos de interés continuaron descendiendo, aunque a un ritmo mucho menor.

¹¹ Esta evolución respondió, en un principio, al impulso de la autoridades monetarias, con el aumento, en septiembre de 1991, del llamado "cash target" -señal explícita de su mayor tolerancia respecto a condiciones de liquidez más laxas en los mercados- y que debía entenderse como una respuesta a la mejora de la situación inflacionista; en los meses posteriores, la política monetaria tendió a acomodar los descensos de tipos de interés de mercado, siguiendo su evolución en los tipos de sus operaciones diarias.

Gráfico I.2

NUEVA ZELANDA: TIPOS DE CAMBIO Y TIPOS DE INTERÉS



Fuentes: Reserva de Nueva Zelanda y Banco de España.
(a). Marzo de 1990. Primer acuerdo de objetivos de inflación.
(b). Trade Weighted Index. Tipo de cambio efectivo nominal (ponderaciones según comercio).

A partir del mes de marzo, las autoridades han favorecido un mayor grado de tensión en los mercados monetarios, en anticipación al deterioro señalado en las perspectivas inflacionistas, lo que se ha reflejado en un repunte de los tipos de interés a 3 meses en torno a 1,5 puntos, hasta situarse en el mes de junio en el 6%; los tipos de interés a largo plazo se han elevado en una magnitud similar, de modo que el tipo a 10 años ha alcanzando el nivel del 7%. Esta tendencia resulta acorde con la trayectoria al alza que se observa en los mercados financieros internacionales y, con intensidad diversa, en los mercados nacionales de la mayor parte de los países industriales. En el caso de Nueva Zelanda, se prevé que, en el futuro próximo, revista una intensidad comparativamente menor que en los países del entorno, de una parte, porque se predicen tensiones inflacionistas más amortiguadas, y, de otra, por los logros alcanzados en el proceso de consolidación fiscal que, en 1994, han permitido un superávit presupuestario, por vez primera desde 1978.

En definitiva, la corrección de las tendencias inflacionistas en la economía neozelandesa se ha visto favorecida, de forma considerable, por el contexto de recesión económica en su fase de inicio, y por un proceso de modernización y liberalización en profundidad; todo ello dificulta, enormemente, determinar, sobre los resultados, la incidencia directa de la definición formal de objetivos de precios y de la estrategia monetaria, frente a la de otras medidas incluidas en el programa de reformas. En concreto, el aumento de la competencia y el abandono del sistema de "crawling peg" favorecen de forma definitiva la corrección de las presiones inflacionistas asociadas a las típicas estrategias de "mark-up" de los importadores y a las presiones en favor de la depreciación de la moneda propia de los exportadores, mientras que la mayor flexibilidad del mercado de trabajo, probablemente, permite limitar el impacto de la reactivación económica sobre los crecimientos de salarios y precios. En cualquier caso, según declaran las autoridades del país, la existencia del objetivo sí ha actuado, en diversas ocasiones, reforzando la decisión de las autoridades de afrontar las medidas de reforma requeridas. Por otra parte, el consenso entre los representantes políticos en cuanto a los beneficios de la estrategia (la ley del Banco de Nueva Zelanda se aprobó con el apoyo de los dos principales partidos políticos) favorece su mantenimiento y credibilidad.

II. CANADÁ

Los objetivos formales de reducción de la inflación comenzaron a formularse en el mes de febrero de 1991, mediante una comunicación conjunta del Gobierno y del Banco de Canadá, y haciéndose coincidir con la presentación de los presupuestos fiscales para aquel año. El Estatuto del Banco de Canadá no se modificó.

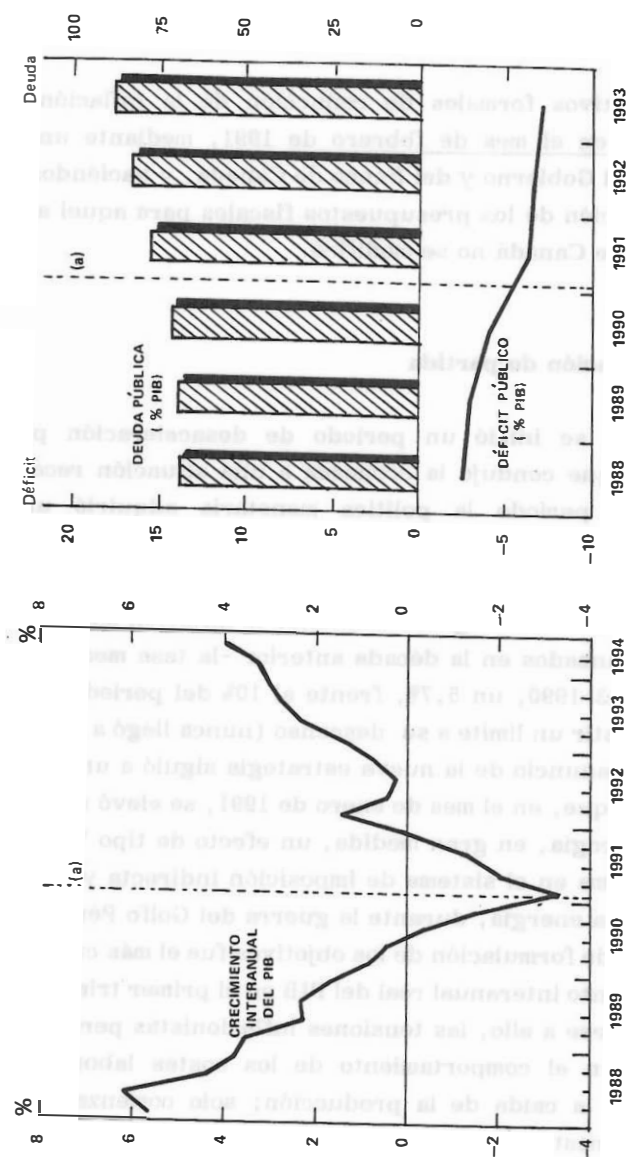
II.1 La situación de partida

En 1988, se inició un período de desaceleración paulatina de la actividad, que condujo la economía a una situación recesiva, en 1990; durante el periodo la política monetaria adquirió una orientación crecientemente restrictiva, respondiendo a un estado de sobrecalentamiento previo de la economía (véase gráfico II.1). En los años anteriores, se había logrado mantener la inflación muy por debajo de los niveles alcanzados en la década anterior -la tasa media anual fue, en el periodo 1983-1990, un 5,7%, frente al 10% del periodo 1973-1982-, pero parecía existir un límite a su descenso (nunca llegó a situarse por debajo del 4%). El anuncio de la nueva estrategia siguió a un fuerte repunte de la inflación que, en el mes de enero de 1991, se elevó al 6,9%, si bien este aumento recogía, en gran medida, un efecto de tipo "escalón", asociado a una reforma en el sistema de imposición indirecta y un aumento de los precios de la energía, durante la guerra del Golfo Pérsico. No obstante, el momento de formulación de los objetivos fue el más crítico de la recesión (el crecimiento interanual real del PIB en el primer trimestre de 1991 fue -3,5%), y, pese a ello, las tensiones inflacionistas persistían y aún no se apreciaba en el comportamiento de los costes laborales una reacción adecuada a la caída de la producción; solo comenzaron a ceder en el segundo semestre de 1991 (véase gráfico II.2).

La resistencia al descenso de los precios y de los costes reflejaba, en parte, las dificultades para la contención de las expectativas inflacionistas, típicas en las economías con déficit públicos elevados durante un periodo largo de tiempo. A pesar del proceso de reducción del déficit público llevado a cabo a mediados de los años ochenta, que lo situó,

Gráfico 11.1

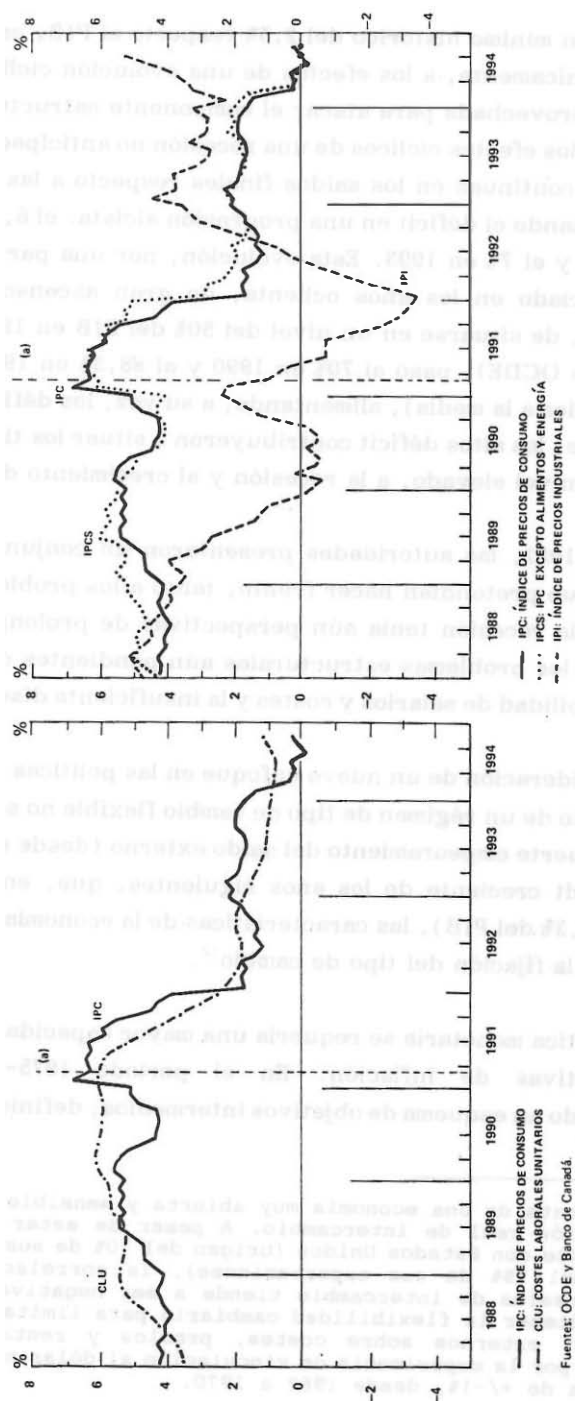
CANADÁ: ACTIVIDAD Y FINANZAS PÚBLICAS



Fuentes: OCDE y Banco de España.
(a): Febrero de 1991. Primer anuncio de objetivos de inflación.

Gráfico II.2

CANADÁ: PRECIOS Y COSTES
(Tasas de crecimiento interanuales)



en 1988, en un mínimo histórico del 2,5% respecto al PIB, esta corrección respondió, únicamente, a los efectos de una evolución ciclica favorable, que no fue aprovechada para atacar el componente estructural. A partir de entonces, los efectos ciclicos de una recesión no anticipada provocaron desviaciones continuas en los saldos finales respecto a las proyecciones iniciales, situando el déficit en una progresión alcista: el 6,3% respecto al PIB en 1990, y el 7% en 1993. Esta evolución, por una parte, acentuó el problema iniciado en los años ochenta, de gran ascenso de la deuda pública, que, de situarse en un nivel del 50% del PIB en 1981 (inferior a la media de la OCDE), pasó al 70% en 1990 y al 88,3% en 1993 (más de 20 puntos superior a la media), alimentando, a su vez, los déficit sucesivos; por otra parte, los altos déficit contribuyeron a situar los tipos de interés reales en un nivel elevado, a la recesión y al crecimiento del desempleo.

En el año 1991, las autoridades presentaron un conjunto de medidas económicas que pretendían hacer frente, tanto a los problemas de índole coyuntural -la recesión tenía aún perspectivas de prolongarse durante 1992- como a los problemas estructurales aún pendientes de solución -la falta de flexibilidad de salarios y costes y la insuficiente disciplina fiscal-.

En la consideración de un nuevo enfoque en las políticas económicas, el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio flexible no se cuestionaba; a pesar del fuerte empeoramiento del saldo externo (desde el superávit de 1984 al déficit creciente de los años siguientes, que, en 1991, llegó a alcanzar el 4,3% del PIB), las características de la economía canadiense no aconsejaban la fijación del tipo de cambio¹².

De la política monetaria se requería una mayor capacidad de anclaje de las expectativas de inflación. En el periodo 1975-82, se había experimentado un esquema de objetivos intermedios, definidos en términos

¹² Se trata de una economía muy abierta y sensible a los cambios en la relación real de intercambio. A pesar de estar muy integrada comercialmente con Estados Unidos (origen del 70% de sus importaciones y destino del 75% de sus exportaciones), la correlación entre sus relaciones reales de intercambio tiende a ser negativa, ante lo que conviene mantener la flexibilidad cambiaria para limitar el efecto de los "shocks" externos sobre costes, precios y renta. Esto se ve corroborado por la experiencia de vinculación al dólar norteamericano, en una banda de +/-1%, desde 1962 a 1970.

del agregado monetario M1, pero problemas de inestabilidad de su relación con las variables finales indujeron a suprimir la definición de objetivos; los agregados monetarios (con posterioridad, preferentemente M2 y M2+) y crediticios se incluyeron en un conjunto de diversas variables consideradas como guías de la política monetaria y, en ocasiones, útiles tan solo como variables informativas. Se consideró la posibilidad de establecer objetivos para el gasto nominal, pero, ante las dificultades de índole operativo, se desechó esta opción. Por lo que se refiere a las variables últimas, los objetivos del Banco de Canadá se hallaban establecidos estatutariamente en términos muy amplios (y así se mantienen): proteger el valor externo de la moneda y atenuar las fluctuaciones del nivel general de producción, el comercio, los precios y el empleo. No obstante, desde 1982, las declaraciones oficiales de las autoridades monetarias señalaban que la estabilidad de precios se consideraba el objetivo último de la política monetaria, aunque no se establecía una definición formal.

II.2 El cambio de estrategia

Las medidas económicas anunciadas en el año 1991 incluyeron:

- Medidas de choque en el ámbito salarial -la congelación de los salarios públicos en algunos estados y la limitación de su crecimiento durante tres años en la Administración Federal-, que pretendían tener un papel ejemplificador para las negociaciones salariales en el sector privado.
- La declaración del mantenimiento de la orientación de la política monetaria favorable a los descensos de los tipos de interés, imponiendo como requisito el apoyo de una política de mayor contención fiscal, que contribuyera a limitar la formación de expectativas inflacionistas a largo plazo.
- Un plan de consolidación fiscal, con la pretensión de situar el déficit federal en el 1% respecto al PIB, en 1995 (4,6% en 1990). Para el año entonces en curso, proyectaba mantener el saldo en términos nominales respecto al año anterior, someterse a los límites al crecimiento del gasto

público incluidos en el plan, aumentar los ingresos (entre otras vías, mediante la ampliación de las bases de imposición indirecta) y beneficiarse del efecto favorable del descenso de los tipos de interés sobre la carga del servicio de la deuda pública¹³.

- Una reforma de la regulación bancaria, suprimiendo barreras aún existentes entre banca, seguros, cooperativas y sociedades de crédito (incluidas las de la propiedad recíproca) y abriendo la posibilidad de integración de los distintos tipos de entidades. Con esta reforma se pretendía favorecer la competencia en el sector financiero, entre otros motivos, para facilitar una transmisión de la política de tipos de interés del Banco de Canadá, más rápida y de espectro más amplio.

- La eliminación gradual de los requisitos de reservas, hasta alcanzar el nivel cero en dos años.

- El anuncio simultáneo por el Banco Central (en un comunicado de prensa y con una publicación explicativa) y por el Gobierno (en la presentación del Presupuesto) de la determinación de objetivos explícitos de reducción de la inflación, definidos sobre la tasa de crecimiento interanual del IPC, con una banda de tolerancia de +/-1%:

- 3% (2%-4%) al término de 1992
- 2,5% (1,5%-3,5%) a mediados de 1994
- 2% (1%-3%) al término de 1995

Se indicó, entonces, que después de 1995 proseguiría el proceso de reducción de la inflación, hasta alcanzar la estabilidad de precios¹⁴. En el mes de diciembre de 1993, se ha anunciado el mantenimiento del objetivo del 2% hasta el año 1998.

¹³ No obstante, el déficit público a finales de 1991 alcanzó el 6,3% del PIB y continuó creciendo (y superando sistemáticamente las cifras presupuestadas) en los dos años siguientes, contribuyendo a la elevación continua de los niveles de deuda pública. Recíprocamente, el creciente peso de la deuda ha contribuido al crecimiento del déficit, anulando las mejoras -ligeras- que muestran las cifras del superávit primario ajustado cíclicamente, que se registra desde 1988.

¹⁴ No se definió qué tasa de inflación se correspondería con la estabilidad de precios, aunque se señaló como "claramente inferior al 2%".

II.3 La estrategia monetaria: aspectos técnicos

El índice de precios elegido para servir de base al objetivo es el IPC, por ser el más conocido y usado por los agentes privados, y por su pronta disponibilidad (mensual), en la que aventaja al deflactor del PIB, opción considerada y desechada. La atención a la tasa interanual pretende destacar la importancia de los movimientos tendenciales y evitar la sobreinterpretación de las fluctuaciones a corto plazo. Las investigaciones en curso, en 1994, en el Banco de Canadá, aún no han permitido establecer la tasa de crecimiento del IPC que se considera que corresponde con la estabilidad de precios, aunque si se ha determinado el sesgo de medida incorporado en este índice, estimándolo en un máximo de medio punto porcentual. Al margen de ello, el Banco de Canadá, en la práctica operativa, se guía por un índice de inflación subyacente que excluye del IPC los componentes de alimentos y de energía; puesto que ambos índices suelen compartir la tendencia, el seguimiento del segundo permite alcanzar los objetivos para el primero, aunque, en caso de divergencia, el IPC general mantiene la función de definir la orientación global de la política monetaria en el medio plazo.

Se establecen a priori los casos en los que perturbaciones de gran entidad pueden permitir desviaciones respecto a los objetivos. Se admite el primer impacto sobre la tasa de inflación de los aumentos de los impuestos indirectos de gran magnitud y no previstos en el momento de establecimiento de los objetivos, pero no su acomodación en periodos subsiguientes, con lo cual se permite el impacto sobre el nivel de precios, pero no sobre la senda multiperiodica de la inflación. De hecho, si las elevaciones de los impuestos tendieran a ser tan frecuentes como para constituir, prácticamente, una tendencia, esta no se acomodaría en una tendencia en los objetivos. La senda establecida solo puede ser modificada en circunstancias muy especiales, como un aumento de magnitud considerable de los precios del petróleo con efecto sobre un conjunto amplio de precios de la economía o, por ejemplo, ante situaciones de desastres naturales de ámbito territorial.

Las perturbaciones de menor entidad, que determinan la volatilidad típica de las tasas de inflación a corto plazo, se asimilan dentro de una

banda de desviación permisible de la inflación de $\pm 1\%$ respecto a la trayectoria central. De esta forma, se hace frente a las dificultades para predecir la inflación y los impactos de los impulsos monetarios. Se desechó una mayor amplitud de la banda, por su menor capacidad para provocar un cambio efectivo de las expectativas y los comportamientos de los agentes, aún al precio de imponer objetivos más estrictos y difíciles de alcanzar.

En el caso de Canadá, se optó por una primera fecha para contrastar el éxito en el cumplimiento de los objetivos, que era relativamente distante en el tiempo: próxima a los dos años. Esta decisión estuvo condicionada por la situación de partida, no la más favorable, puesto que había que invertir una tendencia al alza de la tasa de inflación, quizá solo transitoria, pero sin signos inequívocos de descenso. Se definieron objetivos anuales sucesivos, conformando una senda de reducción de la inflación a medio plazo, es decir, manteniendo un enfoque gradualista de la estrategia. Este enfoque resulta más afín a las características institucionales de la economía canadiense (con retardos tradicionalmente largos en la respuesta de la inflación a los impulsos monetarios, la extensión de contratos de trabajo a 2 ó 3 años y tendencia al arraigo de las expectativas), que suscitan gran incertidumbre sobre la reacción de la economía a un objetivo de descenso de la inflación más rápido. Por otra parte, con la extensión del compromiso a lo largo de varios años se procuraba obtener ganancias de credibilidad y capacidad para alterar, de forma efectiva, las expectativas y modificar las conductas de los agentes.

Respecto al nivel intermedio, los principales indicadores que utiliza el Banco de Canadá para evaluar la situación económica y la existencia de presiones inflacionistas son las tasas interanuales de crecimiento de índices de inflación subyacente, la expansión de los agregados monetarios amplios (M2 y M2+) y del crédito al sector privado y el crecimiento del gasto nominal; se realizan estimaciones de los excesos de oferta y demanda en los mercados de bienes y de trabajo, que sirven como variables de apoyo.

La función de indicador de la situación de los mercados se añade a la de objetivo operativo en el Índice de las Condiciones Monetarias (MCI), que

define el Banco de Canadá y que incorpora los efectos de los cambios de los tipos de interés y los del tipo de cambio sobre la economía real¹⁵. En su función de indicador se utiliza como una medida agregada de los cambios en las condiciones monetarias, bien inducidos por la política monetaria, bien por perturbaciones de los mercados monetarios y cambiarios. Su función de guía operativa se desarrolla a partir de la definición de una senda objetivo para su evolución, que determina el comportamiento de los tipos de interés y de los tipos de cambio que, según ciertas hipótesis sobre la situación económica, se estiman consistentes con el objetivo de inflación establecido. No obstante, el objetivo para el MCI no se sigue con gran precisión y, de hecho, el Banco de Canadá lo presenta como un instrumento operativo de gran utilidad, que no debe confundirse con la guía de una regla mecánica de ajuste de las medidas monetarias. Su evolución se complementa con la de las señales enviadas por los indicadores mencionados anteriormente para determinar el nivel de los tipos de interés que considera idóneo para adaptarse a los objetivos finales.

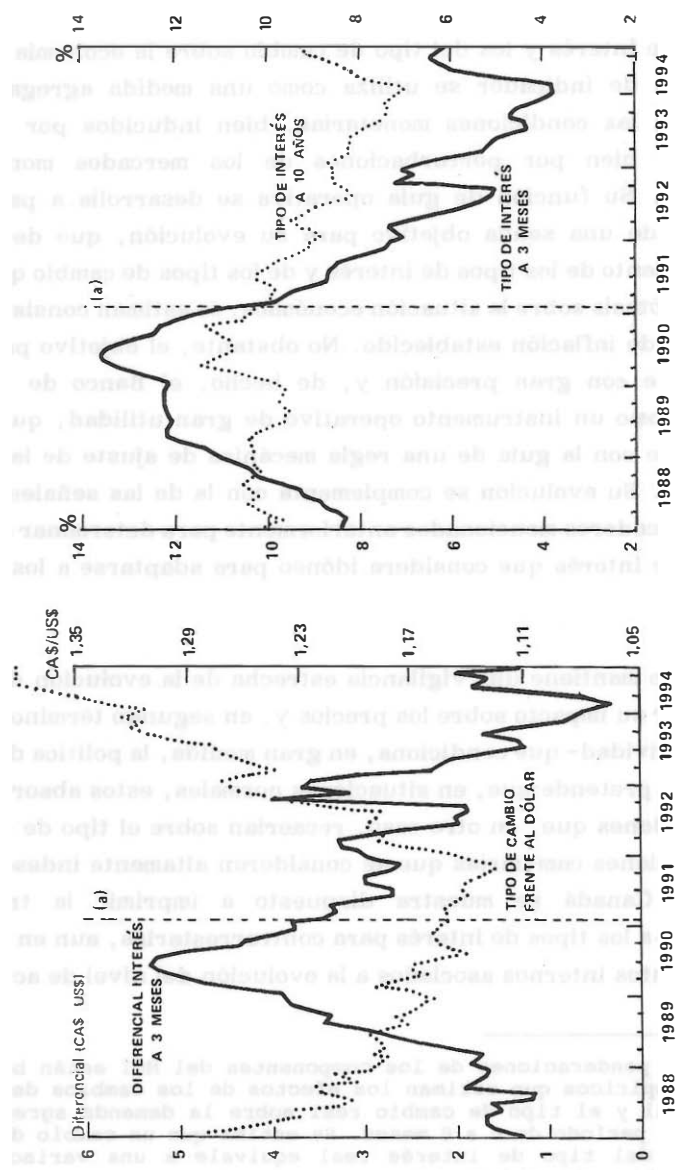
El Banco mantiene una vigilancia estrecha de la evolución del tipo de cambio -por su impacto sobre los precios y, en segundo término, sobre el nivel de actividad- que condiciona, en gran medida, la política de tipos de interés. Se pretende que, en situaciones normales, estos absorban parte de las presiones que, en otro caso, recaerían sobre el tipo de cambio y, ante evoluciones cambiarias que se consideran altamente indeseables, el Banco de Canadá se muestra dispuesto a imprimir la trayectoria aconsejable a los tipos de interés para contrarrestarlas, aun en contra de requerimientos internos asociados a la evolución del nivel de actividad¹⁶.

¹⁵ Las ponderaciones de los componentes del MCI están basadas en estudios empíricos que estiman los efectos de los cambios del tipo de interés real y el tipo de cambio real sobre la demanda agregada a lo largo de un período de 6 a 8 meses. Se estima que un cambio de 1 punto porcentual del tipo de interés real equivale a una variación de 3 puntos del tipo de cambio real.

¹⁶ En los meses de septiembre y noviembre de 1992, en momentos de gran volatilidad cambiaria y de intensas presiones depreciadoras del dólar canadiense (cuya depreciación acumulada a lo largo de 1992 frente al dólar americano se elevó al 9%), se interrumpió la trayectoria descendente de los tipos de interés, de forma que los correspondientes al corto plazo se elevaron cuatro puntos. El Banco de Canadá toleró esta tendencia, pero procuró mitigar el impacto alcista

Gráfico II.3

CANADÁ: TIPOS DE CAMBIO Y TIPOS DE INTERÉS



Fuentes: WEFA y Banco de España.
(a). Febrero de 1991. Primer anuncio de objetivos de inflación.

En cualquiera de las situaciones, siempre se declara la preeminencia del objetivo de precios. No obstante, hasta ahora no ha podido contrastarse la reacción del banco central ante un posible conflicto entre la evolución del tipo de cambio deseada y los objetivos de precios.

Respecto al esquema de instrumentación¹⁷, combina un control estricto de cantidades con el envío de referencias de tipos de interés precisas al Sistema. El Banco de Canadá lleva a cabo un control de la liquidez bastante ajustado, posibilitado porque los principales flujos de ingresos y pagos de la economía -los realizados por el Gobierno y por los "clearing banks"- se canalizan a través de él. Por otra parte, su intervención puede tener un efecto muy directo sobre el tipo de interés interbancario, lo que se debe, en gran parte, a que la intervención diaria se decide al final de la jornada, cuando el Banco tiene información sobre los flujos que afectan a las reservas bancarias y conoce con mucha precisión la posición de los bancos. La capacidad de impacto que se reconoce a estos métodos de intervención no obsta para que la volatilidad diaria del tipo de interés interbancario sea muy elevada (la mayor entre los correspondientes a los principales países), la cual se corresponde con la flexibilidad que el Banco

de las tensiones cambiarias sobre los tipos de interés, en alguna medida, aumentando temporalmente el suministro de liquidez al sistema (véase gráfico II.3).

¹⁷ El esquema de instrumentación de la política monetaria canadiense se apoya, por una parte, en un control de cantidades, con un ajuste diario de la liquidez mediante el traslado de los fondos de las cuentas del gobierno en el banco central, a los bancos de compensación (la distribución de los depósitos y de las retiradas de fondos entre los "clearing banks" se determina en subastas quincenales en las que estos puján por ratios de asignación de depósitos del gobierno). La financiación a un día que el Banco de Canadá ofrece a través de estos movimientos determina el efecto más directo de su política sobre los tipos de interés, que se ejerce sobre el tipo interbancario a un día. Por otra parte, la política de tipos de interés se completa con las referencias marcadas por el correspondiente a las subastas semanales de letras del Tesoro a tres meses -que el Banco realiza- y por el tipo básico (el tipo de interés oficial, fijado 25 puntos básicos por encima del de la subasta), y ambos determinan el margen en el que se pretende que fluctúen los tipos de mercado a corto plazo. El tipo de interés de la liquidez ofrecida a 1 día es superior al de las letras del Tesoro, y la amplitud del diferencial define el grado de restricción monetaria que se desea. El Banco tiene cierta capacidad para influir de forma más directa sobre el nivel de los tipos a corto plazo (tres meses), a través de su participación en la subasta semanal de letras del tesoro y de intervenciones ocasionales en el mercado secundario en operaciones repo o en firme.

de Canadá desea mantener en su evolución, para amortiguar el efecto de las perturbaciones sobre el tipo de cambio. Las referencias que se ofrecen (semanalmente) mediante los tipos de interés oficiales parecen bastar para que esta volatilidad no se transmita a los tipos de interés de corto plazo.

II.4 El marco institucional

En Canadá, el primer anuncio de los objetivos de inflación se hizo coincidir con la presentación del Presupuesto Fiscal. Esta consideración formal pretendía evidenciar el apoyo del Gobierno al objetivo antiinflacionista, dado que la insuficiencia de disciplina fiscal era considerada uno de los factores que podía comprometer en mayor medida los logros de la estrategia monetaria. Los resultados de la política fiscal han continuado condicionando desfavorablemente los de la política monetaria.

En este contexto, se ha considerado de gran importancia la transparencia de las actuaciones del banco central y la difusión entre los agentes privados de la información relativa a los mecanismos y criterios de decisión de la política monetaria. La publicación de extractos de las minutas de las reuniones del Consejo del Banco y el "Informe Anual del Gobernador del Banco de Canadá" son los principales medios utilizados para servir a estos objetivos, a los que también contribuyen otras publicaciones, discursos y presentaciones ante comités parlamentarios al efecto.

Por otra parte, se ha procurado diferenciar, de forma clara, los ámbitos respectivos de las autoridades fiscales y monetarias, y limitar todo tipo de interferencias en las decisiones de política monetaria, incluso las ejercidas desde los órganos institucionales del Banco. Para ello, se ha optado por personalizar la responsabilidad última de la política monetaria, de forma que esta se atribuye, únicamente, al gobernador del Banco de Canadá¹⁸.

¹⁸ El gobernador recibe la consideración de director ejecutivo, asesorado por los restantes miembros del Comité ejecutivo -el subgobernador, dos directores del Banco y, sin derecho a voto, el ministro de finanzas-; este comité tiene a su cargo la instrumentación

Además, en la práctica, el gobernador asume la adopción de decisiones de política monetaria, puesto que , a pesar de que el órgano al que corresponde esta tarea, formalmente, es el Consejo del Banco, las reuniones periódicas del mismo suelen limitarse a una presentación de informes por parte del gobernador. El Banco de Canadá se considera entre los bancos centrales más independientes en las clasificaciones al respecto más difundidas. No obstante, el Ministro de Finanzas mantiene cierta capacidad para intervenir en las decisiones de política monetaria: realiza consultas regulares (semanales) con el gobernador y, por otra parte, dispone de la capacidad de modificar el curso de la política monetaria, a través de directivas escritas dirigidas al gobernador, en las que puede hacer prevalecer su criterio (aunque esta capacidad nunca se ha puesto a prueba).

II.5 Resultados tras el cambio de estrategia

Parecen ser, por el momento, muy positivos. El descenso de la inflación fue inmediato desde el comienzo de su aplicación; diversos cambios en los impuestos indirectos contribuyeron a elevar la inflación media de 1991 hasta un 5,6%, pero la tasa interanual mostró un descenso continuado a lo largo de todo el año. El efecto de la estrategia sobre las expectativas fue, en apariencia, más lento: en 1991, a pesar de la recesión y de los excesos de oferta en mercados de bienes y de trabajo (el PIB se redujo un 0,2 % en 1990 y un 1,7% en 1991, y, en 1992, su crecimiento fue tan solo un 0,7%), la tendencia de los costes laborales no se invirtió, y no lo hizo de forma evidente hasta la segunda mitad de 1992. Por otra parte, pese a la reducción considerable de los tipos de interés a corto plazo (a mediados de 1992, habían caído 4,2 puntos respecto al mes de febrero de 1991, y 8,3 puntos desde el máximo alcanzado a mediados de 1990), los descensos de los tipos de interés a largo fueron considerablemente menores (1,1 y 3,1 puntos, en los mismos períodos). No obstante, en los años 1992 y 1993, la

de la política monetaria. El órgano de decisión es el Consejo, que está formado por los miembros del Comité y diez directores del Banco, y se reúne ocho veces al año. El ministro de finanzas no elige directamente al gobernador y al subgobernador, pero sí a los directores del Banco, quienes eligen a aquellos.

inflación fue de 1,5% y 1,9%, respectivamente, es decir, dentro de las bandas de los objetivos marcados, y la inflación subyacente evolucionó de forma paralela. La recuperación del ritmo de actividad en el año 1993, hasta registrar un crecimiento del PIB en torno al 3,5%, en términos reales, otorga una mayor relevancia a la evolución favorable de los precios.

El Banco de Canadá mantuvo su política favorable al descenso de los tipos de interés desde el cambio de estrategia hasta el mes de enero de 1994, y solo la alteró ante episodios concretos de tensiones depreciadoras del tipo de cambio, particularmente intensas; en este período, los tipos de interés a tres meses se redujeron en 6,2 puntos, hasta situarse en el 3,7%, y los tipos de interés a diez años, en casi 3 puntos, hasta alcanzar el 7%. Esta política estuvo amparada por los éxitos en la reducción de la inflación y por la preocupación por el ritmo lento al que se inició la recuperación económica. Por otra parte, la depreciación continuada del dólar canadiense frente al norteamericano -próxima al 14%, en los últimos tres años- ha despertado una preocupación creciente por su posible impacto negativo sobre la inflación futura (así como por su efecto sobre la deuda externa); no obstante, este impacto aún no se ha producido -lo que se ha atribuido, en parte, a la capacidad de la estrategia monetaria para contener las expectativas inflacionistas-, y ello ha permitido obtener una ganancia de competitividad a lo largo del período, que ha contribuido a una mejora sustancial de la balanza comercial canadiense y a una corrección significativa del déficit por cuenta corriente.

Se prevé que, en 1994 y 1995, la economía se sitúe ya en una senda firme de crecimiento (en tasas del PIB real, 3,9% y 4,4%, respectivamente) y que el proceso de reducción de la inflación continúe aún en 1994 (0,4% es la tasa media prevista), pero que su tendencia se modifique en 1995 (1,5%). La precisión de estas previsiones depende de la evolución coyuntural de la economía norteamericana, que puede condicionar fuertemente la de la economía canadiense, y de forma especial, tras el cambio en la orientación de la política monetaria de la Reserva Federal, a partir del mes de febrero de 1994. De hecho, desde dicho mes, los tipos de interés canadienses han invertido su tendencia de forma que, en los meses transcurridos hasta julio, los tipos de interés a tres meses y a diez

años se han elevado en 2,5 puntos. Los niveles alcanzados son aún inferiores a los correspondientes a la década que antecedió al cambio de la estrategia monetaria, pero la magnitud del ascenso a lo largo del año ha sido considerable y, en general, mayor que la experimentada por los países del entorno en los que se ha producido un cambio de tendencia de similares características. Ello se atribuye, fundamentalmente, a la corrección que aún está pendiente en el déficit público, en su componente estructural, y a su reflejo en la continuación del ascenso de los niveles de deuda. En el mes de febrero de 1994, se presentó un nuevo plan fiscal para reducir el déficit presupuestario en los próximos tres años, hasta situarlo en el 3% del PIB en 1997, pero esta corrección incorpora, fundamentalmente, los beneficios asociados a la coyuntura cíclica favorable. Se prevé que el déficit público de 1994 alcance el 5,8% del PIB: un punto menos del correspondiente a 1993. La situación fiscal se presenta también como uno de los factores causales de la continuación de la tendencia depreciadora del tipo de cambio que, a su vez, favorece la tendencia al alza observada en los tipos de interés.

La reducción de la inflación en Canadá hasta inicios de 1994 se ha visto favorecida por un contexto de recesión económica, y también por un cierto giro en la combinación de políticas económicas, hacia una menor restricción monetaria y planes para mayor restricción fiscal (giro que se había iniciado antes del cambio de estrategia). Los logros futuros estarán condicionados por un nuevo marco de reactivación económica y, probablemente, dependerán, en mayor medida que en los años recientes, del grado de disciplina fiscal.

III. EL REINO UNIDO

La adopción de un objetivo explícito de inflación para la política monetaria tuvo lugar en el mes de octubre de 1992, en el que fue anunciada por el Gobierno, y se produjo tras el abandono por la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo -transcurridos dos años de permanencia- y el paso a un régimen de flotación.

III.1 La situación de partida

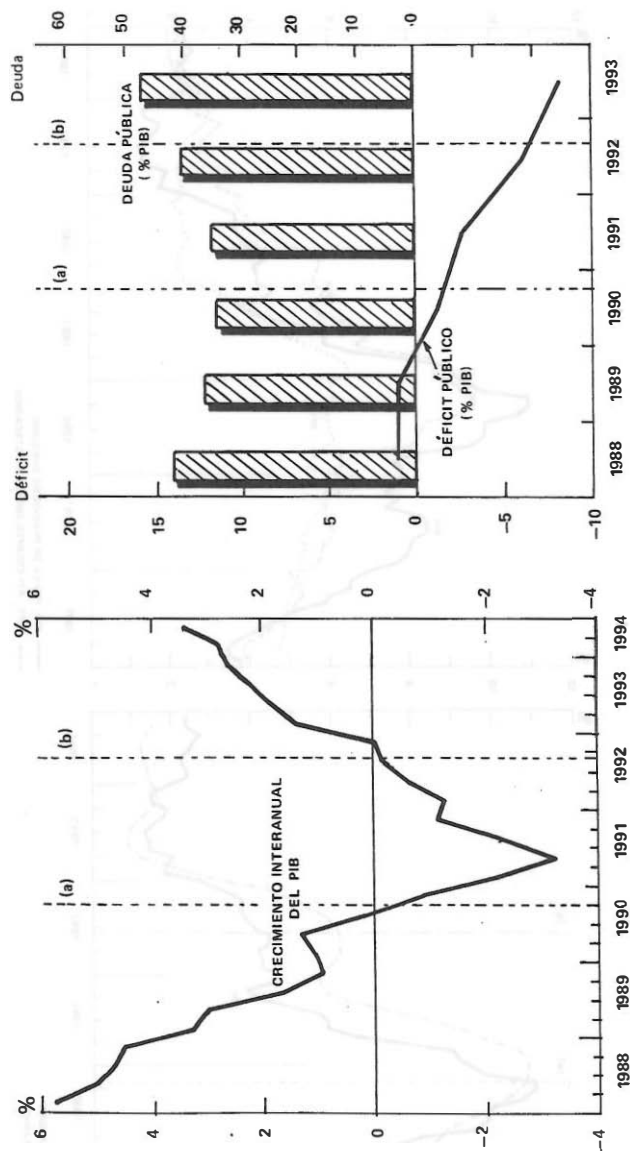
En el año 1988, la economía británica inició una fase cíclica descendente. La situación propiamente recesiva no se alcanzó hasta el cuarto trimestre del año 1990 -coincidiendo con su incorporación al SME- y se prolongó hasta el cuarto trimestre de 1992 (véase gráfico III.1). En febrero de 1991, se produjeron unas primeras señales de relajación monetaria, pero la tendencia alcista de los tipos de interés en Europa y la disciplina obligada por el Sistema obligaron a mantener elevados los tipos de interés en el Reino Unido, a pesar de la intensidad de la recesión en este país en aquel período y del espectacular descenso de la inflación a lo largo del primer año de pertenencia al Sistema (en octubre de 1991, la tasa interanual del IPC era del 3,7% frente al 10,9% de un año antes).

La corrección en la trayectoria de los costes laborales hasta septiembre de 1992 fue menos drástica que la de la inflación, pero se inició antes del cambio de estrategia monetaria, en diciembre de 1990 (véase gráfico III.2). Desde entonces hasta septiembre de 1992, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujo del 10,8% al 5,2%, ya sea por la intensidad de la recesión (el paro se elevó del 6,3% al 10,4% de la población activa), por el efecto disciplina del SME o por su efecto sobre las expectativas. Posteriormente, esta corrección fue aún más rápida, de forma que en abril de 1993 la tasa correspondiente era inferior al 1%.

La contrapartida a la restricción monetaria impuesta por la pertenencia al SME fue una expansión fiscal que puso fin al proceso previo de consolidación de los saldos públicos (véase gráfico III.1). El superávit del sector público en 1989 -un 0,9% respecto al PIB- se tornó posteriormente

Gráfico III.1

REINO UNIDO: ACTIVIDAD Y FINANZAS PÚBLICAS



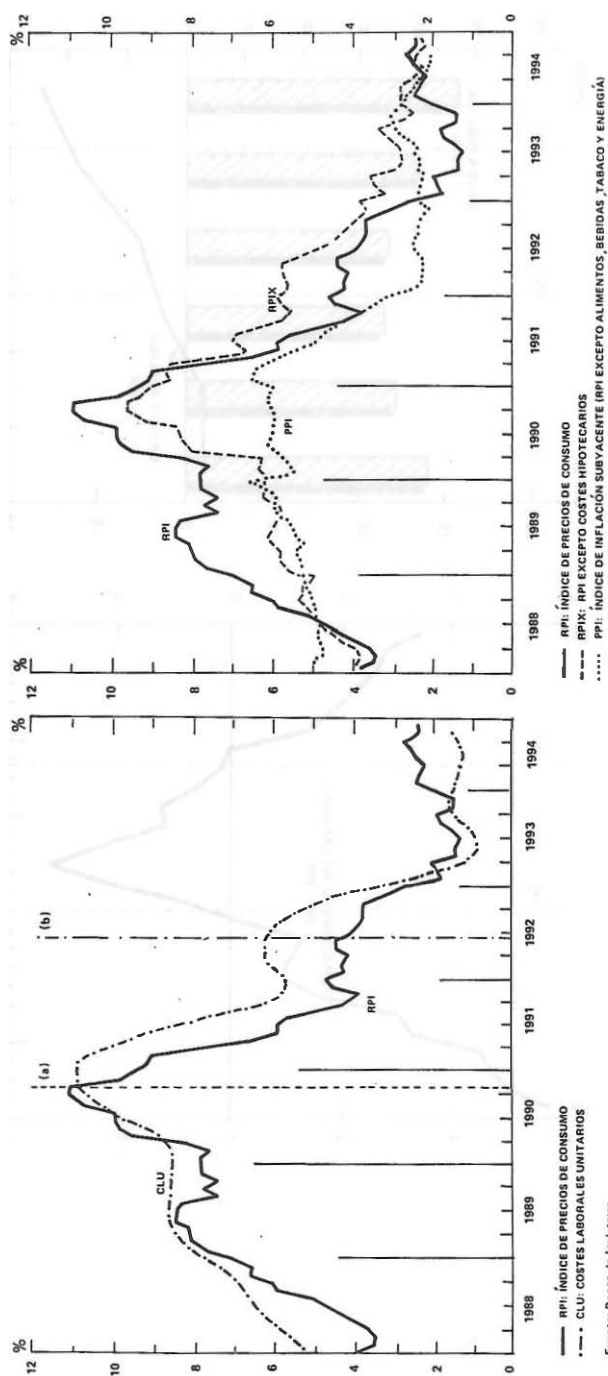
Fuentes: WEEA y OCDE.

(a). Octubre de 1990. Incorporación al SME.

(b). Septiembre de 1992. Abandono del mecanismo de cambios del SME y anuncio de objetivos de inflación.

Gráfico III.2

REINO UNIDO: PRECIOS Y COSTES
(Tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: Banco de Inglaterra.

(a). Octubre de 1990. Incorporación al SME.

(b). Septiembre de 1992. Abandono del mecanismo de cambios del SME y anuncio de objetivo de inflación.

en déficit, que en 1992 alcanzó el 6,2% del PIB. No obstante, el deterioro presupuestario se debió en gran parte, aunque no totalmente, a la actuación plena de los estabilizadores automáticos (se estima que un 70% del deterioro del saldo respondió a factores cíclicos).

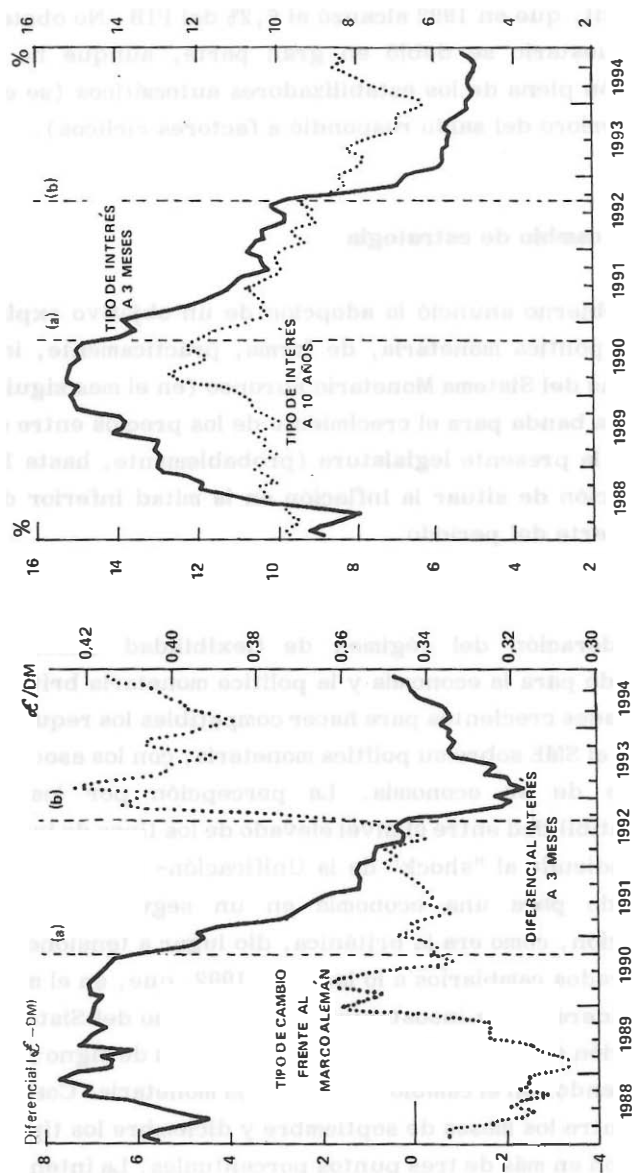
III.2 El cambio de estrategia

El Gobierno anunció la adopción de un objetivo explícito de inflación para la política monetaria, de forma, prácticamente, inmediata, tras el abandono del Sistema Monetario Europeo (en el mes siguiente). Se definió como una banda para el crecimiento de los precios entre el 1%-4%, hasta el final de la presente legislatura (probablemente, hasta 1996 o 1997), con la intención de situar la inflación en la mitad inferior de la banda en la última parte del periodo.

La decisión de flotación de la libra no fue resultado de la reconsideración del régimen de flexibilidad cambiaria como el más apropiado para la economía y la política monetaria británicas, sino de las dificultades crecientes para hacer compatibles los requisitos que entonces imponía el SME sobre su política monetaria, con los asociados a la situación recesiva de su economía. La percepción por los mercados de la incompatibilidad entre el nivel elevado de los tipos de interés que Alemania -respondiendo al "shock" de la Unificación- imponía a Europa y el nivel apropiado para una economía en un segundo año de caída de la producción, como era la británica, dio lugar a tensiones intermitentes en los mercados cambiarios a lo largo de 1992, que, en el mes de septiembre, se consideraron ya insostenibles. El abandono del Sistema fue seguido de la adopción de una política de tipos de interés de signo claramente bajista, coincidiendo con el cambio de estrategia monetaria. Como recoge el gráfico III.3, entre los meses de septiembre y diciembre los tipos a corto plazo se redujeron en más de tres puntos porcentuales. La intensa depreciación de la libra durante este periodo -una caída de la cotización frente al marco de un 11%, en el primer impacto, y, transcurridos dos meses, del 20%- no interfirió en la decisión de cambio en la orientación de la política monetaria del Banco de Inglaterra.

Gráfico III.3

REINO UNIDO: TIPOS DE CAMBIO Y TIPOS DE INTERÉS



Fuente: Banco de España.
 (a). Octubre de 1990. Incorporación al SME.
 (b). Septiembre de 1992. Abandono del mecanismo de cambios de SME y anuncio de objetivos de inflación.

III.3 La estrategia monetaria: aspectos técnicos

El objetivo de precios se establece en términos del incremento interanual del índice de precios de consumo ("Retail Price Index"), excluyendo el componente de costes hipotecarios: el RPIX. Se desechó la posibilidad de plantear el objetivo en términos del índice general, por su sensibilidad a los cambios en los tipos de interés, que podría obligar a adoptar medidas correctoras con una frecuencia considerada excesiva, ante cambios en un componente muy específico y, en ocasiones, de carácter transitorio. Los aumentos de los tipos de interés que implicaran un cambio de expectativas de inflación si harían necesaria una reacción por parte de la política monetaria; no obstante, estos cambios quedarían reflejados en las expectativas referentes a todos los componentes de la inflación y, en caso de materializarse, el índice considerado por el Banco de Inglaterra los recogería. El seguimiento estrecho de un índice de precios que excluye costes hipotecarios, impuestos indirectos y tasas de las autoridades locales -el RPIY- contribuye a completar el análisis de la inflación subyacente¹⁹.

El objetivo se expresa como una banda amplia -entre 1% y 4%- , sin fijar siquiera la referencia de un punto central, considerando que una precisión mayor del objetivo podría ser excesiva y comprometer su credibilidad. El límite superior establecido (4%) es más elevado que las tasas que se asocian, generalmente, a la estabilidad de precios, lo que se ha justificado con la previsión de un posible impacto desfavorable, sobre la inflación, de la depreciación de la libra y de aumentos diversos en los impuestos indirectos durante el periodo; el no considerarlos podría hacer fallar la estrategia desde el comienzo de su aplicación. A diferencia de otros países, la estrategia no se detiene en la definición precisa de etapas intermedias ni fechas límite para la consecución de los objetivos, sino que se determina un periodo de una longitud media -en torno a 4 años- en el

¹⁹ Otras técnicas para el seguimiento de la inflación son la formulación de una media móvil de orden 12 del índice general (que elimina cambios extremos) y la de una media "trimmed" (que excluye los valores atípicos), mediante las que se pretende distinguir los cambios en los precios relativos respecto a la inflación subyacente. Las evoluciones de los precios de la producción y del deflactor del PIB proporcionan información complementaria.

que respetar el objetivo. En definitiva, la regla, a pesar de ser relativamente precisa (por la determinación del intervalo objetivo) es más flexible (por la amplitud de la banda y del horizonte temporal).

La estrategia monetaria se completa, en el nivel intermedio, con el análisis de un conjunto amplísimo de indicadores. Entre las variables cuya evolución actual explica el comportamiento futuro de la inflación (por tanto, las que se considera que deben indicar las reacciones de la política monetaria), se destaca, por una parte y asociadas a perturbaciones por el lado de la demanda, las variables monetarias de cantidades (M0 como reflejo del gasto financiado con liquidez, M4 para analizar el gasto en su desagregación sectorial y M4L como agregado crediticio²⁰), y, por otra parte y asociadas a cambios por el lado de la oferta, variables de precios (crecimiento de los costes salariales, de la productividad, del precio de los consumos intermedios, etc.). Las expectativas del mercado en cuanto a la inflación futura se deducen de diversas encuestas existentes al respecto y del análisis de un conjunto muy amplio de variables monetarias y financieras de precios -que incluye el tipo de cambio, tipos de interés forward, diferenciales de tipos de interés respecto al resto del mundo, los precios de los activos, curva de rendimientos, etc-. Las variables de este tipo son las que se consideran más útiles para estimar el impacto de las medidas de política monetaria (los cambios en los tipos de interés) sobre la inflación futura, aunque se reconocen las limitaciones en cuanto a su precisión.

El esquema de instrumentación monetaria en el Reino Unido se caracteriza por la ausencia de coeficiente de caja y por la intervención continua del Banco de Inglaterra en los mercados, a través de sus operaciones diarias de mercado abierto, realizando un seguimiento muy estrecho de las condiciones de liquidez. Este esquema operativo permite -mediante las referencias de precio que establecen las operaciones repo y a través del efecto indirecto buscado con el ajuste diario de cantidades-

²⁰ En 1986, el Reino Unido suprimió la definición de objetivos intermedios (el agregado amplio M4) y desde entonces solo definía un rango de control para M0 (equivalente, aproximadamente, al dinero en circulación). En la actualidad, se considera que los procesos de cambio aún existentes en los mercados financieros no permiten confiar en una relación estable entre agregados monetarios y variables finales.

un impacto preciso sobre los tipos de interés. Por otra parte, la proximidad al mercado, tradicional en la operativa de la política monetaria británica, ha debido contribuir a facilitar la interpretación de los indicadores económicos, que resulta tan fundamental en su estrategia monetaria actual.

III.4 El marco institucional

El abandono del SME por parte de la libra planteó la necesidad de adoptar una estrategia definida para la política monetaria, alternativa a la fijación del tipo de cambio, que contribuyera a mantener y hacer creíble su compromiso con la estabilidad de precios. A ello respondió la inmediatez del anuncio del objetivo de inflación para el período de los siguientes 4-5 años.

En el Reino Unido, se concede un interés, quizá mayor que en los anteriores países, a los aspectos de la transparencia en la aplicación de la estrategia monetaria: se proporciona a los agentes privados una información muy puntual y completa respecto a las medidas adoptadas y a los resultados obtenidos. La información contribuye, en esta perspectiva, a reducir la incertidumbre en los mercados -en la medida en que proporciona la función de reacción de las autoridades a los resultados económicos- y a disciplinar a la autoridad monetaria -a través de los límites a su capacidad discrecional que impone el conocimiento por los agentes de la evolución efectiva de los resultados y las medidas económicas-. Para desempeñar estas funciones, el Tesoro publica por el Tesoro informes de periodicidad mensual, y el Banco de Inglaterra, el denominado "Inflation Report", de frecuencia trimestral. En ellos merece destacarse su orientación didáctica, que evidencia un intento efectivo de aumentar la comprensión por parte del público de la evolución de las variables económicas. Los objetivos declarados de estos informes son el de hacer accesible a los agentes información que les permita interpretar la función de reacción de las autoridades, mejorar la eficiencia de la política monetaria (en la medida en que la información puede permitir el asesoramiento al propio banco central desde fuentes externas al mismo) y

asegurar su consistencia y credibilidad (asociada a la disciplina impuesta por los agentes informados).

La difusión de información se extiende al proceso de toma de decisiones de la política monetaria, por ejemplo, mediante la publicación -transcurrido un período en torno a un mes- de las minutas de las reuniones mensuales del gobernador con el Ministro de Finanzas.

El refuerzo de la credibilidad de la estrategia que se asocia a la mayor transparencia en su aplicación ha de compensar, en el Reino Unido, los lentos avances en el desarrollo de la autonomía de su banco central y la contribución más pobre de este tipo de aspectos institucionales a la credibilidad. La adhesión al proyecto de Unión Europea, en el caso de que opte por acceder a la fase tres, conlleva la aceptación de la independencia de su banco central. Sin embargo, en el período actual no existe la obligación perentoria de cumplir este requisito y, a pesar de existir opiniones encontradas, el cambio del actual status presenta dificultades.

Según el estatuto actual del Banco de Inglaterra, las políticas monetaria y cambiaria son responsabilidad del gobierno, y el Banco está encargado de su instrumentación, dentro de las líneas acordadas con el gobierno. En concreto, la decisión final sobre los tipos de interés corresponde al Tesoro, mientras que al Banco -concretamente, al gobernador²¹- solo se le reconoce como su principal asesor. La función asesora del gobernador está institucionalizada a través de reuniones, de frecuencia mensual, con el Ministro de Finanzas, sin orden del día, pero con información posterior. El único avance en la concesión al Banco de un grado de participación mayor en la adopción de decisiones ha sido el anuncio por parte del Tesoro, a finales de 1993, de la capacidad del Banco para decidir, a partir de entonces, el ritmo preciso de los cambios en los tipos de interés, dentro de las líneas delimitadas por aquel. Un elemento indicativo de la preeminencia del gobierno, respecto al Banco, como responsable de la política monetaria inglesa, lo constituye el hecho de que es el Ministro de

²¹ El gobernador preside el principal órgano de decisión del Banco -la Corte de Directores-, cuyos miembros son elegidos por la Corona, a propuesta del primer ministro.

Finanzas quien acude al Parlamento para responder a las cuestiones de política monetaria que plantean los comités parlamentarios al efecto.

Por otra parte, el control parlamentario, efectivo, sobre el desarrollo de la política monetaria es muy limitado. El gobierno establece los objetivos, unilateralmente, y puede modificarlos o suprimirlos, en el momento que desee, sin necesitar, para ello, la aprobación del Parlamento²².

III.5 Resultados tras el cambio de estrategia

Desde que la libra esterlina abandonó el Sistema Monetario Europeo, los ritmos de actividad de la economía británica se han recuperado, de forma progresiva: el crecimiento del PIB real fue del 2,1% en 1993, y la previsión para 1994 se sitúa en el entorno del 3%. A ello han contribuido la relajación de la política monetaria -los tipos de interés oficiales han descendido casi 5 puntos desde septiembre de 1992 hasta febrero de 1994- y el impulso procedente de la política fiscal -frente a un superávit del sector público del 0,9% respecto al PIB, en 1989, el déficit en 1993 alcanzó un 7,7%-. En 1994, está teniendo lugar una reorientación de las políticas económicas -más acordes con un proceso de recuperación equilibrado-, que queda reflejada en el giro al alza en los tipos de interés oficiales en el mes de septiembre y en la corrección en la trayectoria ascendente del déficit público, que presentan los presupuestos.

El cambio de estrategia monetaria y de régimen cambiario no interrumpió el proceso de descenso de la inflación iniciado en el mes de octubre de 1990: la tasa mensual de crecimiento interanual del IPC se redujo un punto adicional en el último trimestre de 1992, hasta situarse en el mes de

²² El informe referente a "El papel futuro del Banco de Inglaterra", presentado, en diciembre de 1993, por el Comité de la Cámara de los Comunes, creado al efecto, sugiere una reforma del Estatuto del Banco, en la que, junto con la inclusión del objetivo de estabilidad de precios, se determine, entre otros puntos, la obligación del gobernador de informar regularmente al Parlamento y el requisito de que el ejercicio, por parte del Gobierno, de su capacidad para interrumpir el cumplimiento de los objetivos monetarios quede sujeto a la aprobación parlamentaria.

diciembre en el 2,6%. A lo largo de 1993, a pesar de la aceleración de la actividad, se mantuvo por debajo del 2% (dentro de una evolución oscilante), pero en los meses transcurridos de 1994 se observa un cierto repunte, con registros en torno al 2,5%. Descontando el efecto favorable del fuerte descenso de los tipos de interés sobre los costes hipotecarios incluidos en el índice, la inflación resultante tendió a situarse en torno al 3%, a lo largo de 1993, con una trayectoria similar a la del índice general; en el mes de agosto de 1994, se sitúa en el 2,3%, a una distancia considerable del límite superior del rango objetivo.

La prolongación en los próximos meses de este repunte de la inflación dependerá, fundamentalmente, por una parte, del impacto sobre los precios del proceso depreciatorio de la libra (frente al marco, un 20% en los meses posteriores a septiembre de 1992, y, aunque en un periodo intermedio esta tendencia se corrigió parcialmente, tras la depreciación en 1994, en el mes de septiembre alcanza el 15% respecto a la fecha del abandono del SME); por otra, de la corrección de la evolución del déficit público, que se iniciaría en 1994 -mediante un plan de reducción del crecimiento del gasto público y un aumento de la presión fiscal que sitúan el déficit presupuestado en el 6,25% del PIB-, y debería concluir al final de la década, alcanzando el equilibrio presupuestario; y, en fin, del éxito de la estrategia monetaria. Las previsiones actuales señalan una elevación de la inflación media anual, según el IPC, desde el 1,6% de 1993 hasta el 2,8% en 1994, y el 4% en 1995.

Derivar conclusiones sobre el éxito de la estrategia monetaria en el Reino Unido resulta aún más difícil que en los otros países analizados, entre otros motivos, porque el periodo de aplicación es más corto. Pero, a pesar de que, a diferencia de los casos de Nueva Zelanda y Canadá, la valoración de los resultados de la estrategia no se ve tan mediatizada por el impacto combinado de medidas estructurales y de política fiscal, en el Reino Unido hay que descontar otros factores: en primer lugar, los efectos de la modificación del régimen cambiario; en segundo lugar, la recuperación de un mayor grado de autonomía para la política monetaria; y, por último, el modo en que la opción del Reino Unido entre incorporarse o retirarse del Proyecto de la Unión Europea puede estar condicionando

las expectativas sobre el mantenimiento de la estrategia y, en general, sobre la evolución de su economía.

Por otra parte, la trayectoria descendente de la inflación se remonta a octubre de 1990 -fecha de incorporación al SME, respecto a la cual también existen discrepancias en cuanto a su contribución a dicha trayectoria-, y el periodo en el que los descensos son más acusados es previo al del cambio de estrategia. Si parece probable que la nueva estrategia haya favorecido la contención de las presiones inflacionistas en el momento del despegue del ritmo de actividad; no obstante, puesto que el período transcurrido desde el inicio de la recuperación es todavía relativamente corto, la evolución de la inflación responde aún, probablemente, a la moderación en el crecimiento de los costes asociada a la etapa recesiva, y, en la medida en que la recuperación se ha producido a un ritmo pausado, los riesgos inflacionistas han sido menores. En consecuencia, la valoración de la estrategia está sujeta, como en el resto de los países analizados, a sus resultados durante la fase alcista del ciclo.

IV. SUECIA

Tras la ruptura del vínculo del tipo de cambio de la corona sueca con el ecu, en el mes de noviembre de 1992, Suecia ha mantenido un régimen de flexibilidad cambiaria; sin una reputación antiinflacionista previa acreditada, ante la conveniencia de disponer de una referencia clara y creíble para la política monetaria, en el mes de enero de 1993 se definió un objetivo para la tasa de inflación, cuyo cumplimiento se planteó para el año 1995 en adelante.

IV.1 La situación de partida

En el mes de noviembre de 1992, las tensiones cambiarias soportadas por la corona sueca forzaron al banco central de Suecia -el Riksbank- a romper el vínculo unilateral de su moneda con el ecu, el cual se había establecido en mayo de 1991. El paso a un régimen de flotación cambiaria no fue una opción, sino la única respuesta posible a las presiones del mercado, y se consideró como una situación transitoria, en la que habría de llevarse a cabo un ajuste de la economía, hasta reunir de nuevo las condiciones para fijar el tipo de cambio²³.

La necesidad de una referencia clara y creíble para la política monetaria, en el interin, llevó a plantear objetivos -en un horizonte temporal distante- para la tasa de inflación²⁴, pero se dejaron

²³Suecia es una economía "pequeña" y con un sector exterior muy importante, rasgos que la hacen muy sensible a las perturbaciones de los mercados cambiarios (por el impacto del tipo de cambio sobre producción y empleo, y por los efectos negativos de la incertidumbre). Por ello, las autoridades revelan sus preferencias por la adscripción a un régimen de tipo de cambio fijo, que han mantenido durante más de sesenta años. No obstante, en el momento presente, y tras la solicitud de adhesión de Suecia al tratado de la Unión Europea, no se espera una incorporación inmediata de Suecia al SME; de hecho, la situación actual de Italia, el Reino Unido y Grecia fuera del SME, pero dentro del Proyecto de la Unión, ha servido a las autoridades suecas para defender su autonomía respecto al Sistema, durante un período de ajuste.

²⁴Como alternativa, se señaló la posibilidad de plantear una estrategia con objetivos intermedios, en términos de agregados monetarios, pero se desechó, al menos temporalmente, por considerar

indeterminados en aquel momento los aspectos estratégicos de la política monetaria hasta alcanzar dicho horizonte. Como las experiencias de los países que han puesto en práctica las estrategias de precios coinciden en señalar, es importante elegir el momento y las condiciones adecuadas para su adopción. Los problemas estructurales de la economía sueca, que contribuyen a explicar la inestabilidad cambiaria en 1992, sugirieron rechazar la adopción inmediata de la nueva estrategia monetaria, y, aún en 1994, introducen dudas sobre su idoneidad.

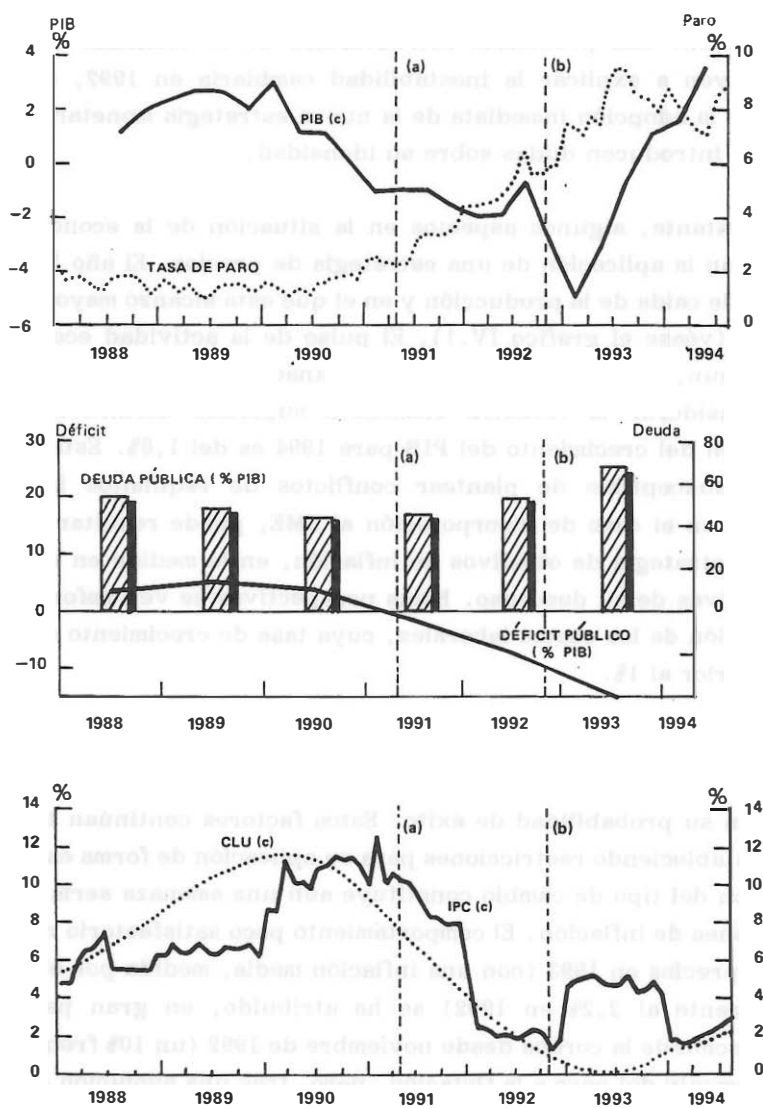
No obstante, algunos aspectos en la situación de la economía sueca favorecían la aplicación de una estrategia de precios. El año 1993 fue el tercero de caída de la producción y en el que esta alcanzó mayor entidad: un 2,1% (véase el gráfico IV.1). El pulso de la actividad económica no muestra aún, de forma definitiva, haber ganado suficiente intensidad como para considerar la recesión económica superada definitivamente: la predicción del crecimiento del PIB para 1994 es del 1,6%. Esta situación cíclica, susceptible de plantear conflictos de requisitos internos y externos en el caso de incorporación al SME, puede resultar favorable para la estrategia de objetivos de inflación, en la medida en que señala perspectivas de su descenso. Estas perspectivas se ven reforzadas por la evolución de los costes laborales, cuya tasa de crecimiento en 1993 ha sido inferior al 1%.

Sin embargo, otros factores cuestionaban la conveniencia de aplicar la estrategia de precios con carácter definitivo, en aquel momento, y limitaban su probabilidad de éxito. Estos factores continúan todavía en 1994, estableciendo restricciones para su aplicación de forma estricta. La evolución del tipo de cambio constituye aún una amenaza seria sobre las previsiones de inflación. El comportamiento poco satisfactorio registrado por los precios en 1993 (con una inflación media, medida por el IPC, del 4,7%, frente al 2,2% en 1992) se ha atribuido, en gran parte, a la depreciación de la corona desde noviembre de 1992 (un 10% frente al ecu, en el momento del paso a la flotación, pero, tras una evolución oscilante, su debilitamiento en 1994 eleva la depreciación por encima del 25%).

que no existía una base empírica suficiente para desarrollarla.

Gráfico IV.1

SUECIA: ACTIVIDAD, FINANZAS PÚBLICAS Y PRECIOS



Fuentes: WEFA, OCDE y Banco de España.

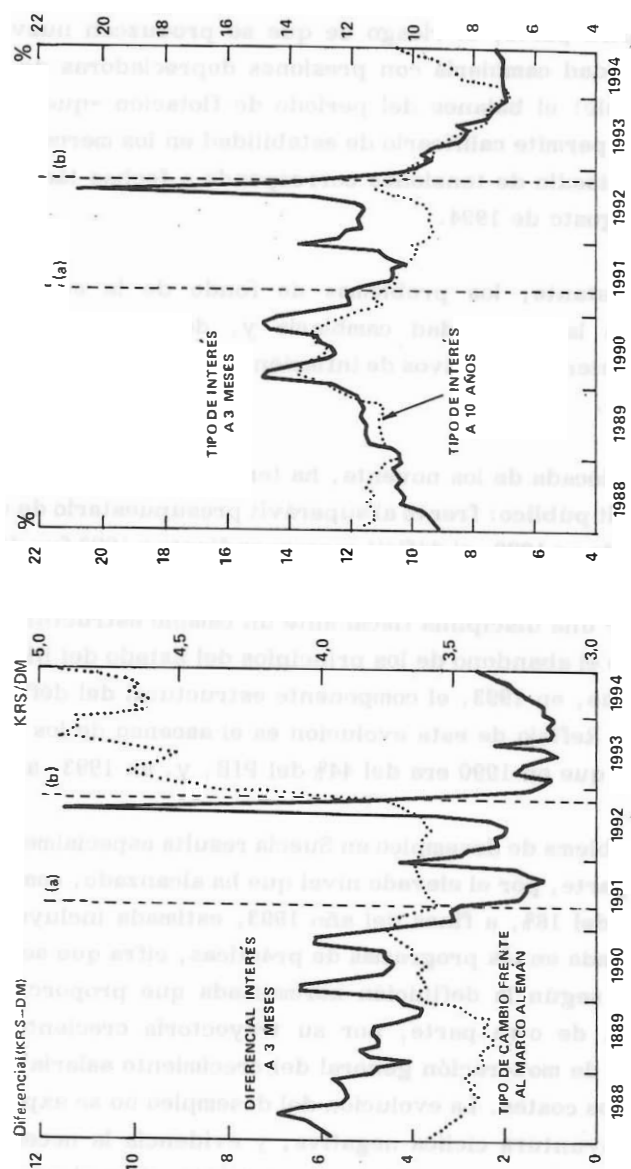
(a) Mayo de 1991. Vinculación de la corona al ECU.

(b). Noviembre de 1992. Flotación de la corona.

(c). Tasa de crecimiento interanual.

Gráfico IV.2

SUECIA: TIPOS DE CAMBIO Y TIPOS DE INTERÉS



Fuentes: WELFA y Banco de España.

(a). Mayo de 1991. Vinculación de la corona al ECU.
(b). Noviembre de 1992. Fijación de la corona.

Por otra parte, el riesgo de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad cambiaria con presiones depreciadoras de la corona no es desdeñable: el balance del periodo de flotación -que recoge el gráfico IV.2- no permite calificarlo de estabilidad en los mercados de cambios; el último episodio de tensiones corresponde a fechas tan recientes como el mes de agosto de 1994.

No obstante, los problemas de fondo de la economía sueca, que amenazan la estabilidad cambiaria y, de forma directa o indirecta, comprometen los objetivos de inflación son el déficit público y el desempleo existente.

En la década de los noventa, ha tenido lugar un crecimiento explosivo del déficit público: frente al superávit presupuestario de un 4,2% del PIB, registrado en 1990, el déficit correspondiente a 1993 fue de un 14,7%. Esta evolución se asocia a factores cíclicos, y, asimismo, a las dificultades para mantener una disciplina fiscal ante un cambio estructural como el que ha supuesto el abandono de los principios del Estado del Bienestar; la OCDE estima que, en 1993, el componente estructural del déficit era de un 11% del PIB. Reflejo de esta evolución es el ascenso de los niveles de deuda pública, que en 1990 era del 44% del PIB, y, en 1993, alcanzaba el 83%.

El problema de desempleo en Suecia resulta especialmente preocupante: de una parte, por el elevado nivel que ha alcanzado, como señala una tasa de paro del 16%, a fines del año 1993, estimada incluyendo la población incorporada en los programas de prácticas, cifra que se corresponde con el 8,2%, según la definición normalizada que proporcionan las fuentes oficiales; de otra parte, por su trayectoria creciente, incluso en un contexto de moderación general del crecimiento salarial y de ajustes a la baja de los costes. La evolución del desempleo no se explica, únicamente, por la coyuntura cíclica negativa, y evidencia la necesidad de eliminar rigideces y factores de desempleo estructural en el mercado de trabajo.

IV.2 El cambio de estrategia

En el mes de enero de 1993, se anunció como objetivo de política monetaria mantener el crecimiento anual del Índice de Precios de Consumo,

desde el año 1995 en adelante, en un 2%, con una banda de tolerancia de $\pm 1\%$.

Desde la ruptura del vínculo de la corona frente al ECU, bajo un régimen de flexibilidad cambiaria y sin una reputación antiinflacionista previa, los objetivos que se planteaban las autoridades suecas eran desarrollar una política monetaria dotada de credibilidad propia y reforzar los aspectos de transparencia y consistencia de las medidas económicas. Para alcanzar estos objetivos, se procedió, por una parte, al anuncio de la nueva estrategia monetaria; y, por otra, a transmitir, con mayor publicidad, la relevancia de cuestiones tales como la posición de independencia del banco central, la coherencia entre las políticas monetaria y fiscal (dentro de un plan previo de consolidación fiscal) así como, en cada una de ellas, entre objetivos declarados y medidas adoptadas.

Los aspectos operativos de la estrategia se han ido definiendo, de forma paulatina, en los meses que han seguido al anuncio del objetivo. De este modo, el momento del cambio de estrategia y la presentación formal de este cambio no ha revestido igual relevancia, en el caso de Suecia, que en el de los países analizados anteriormente en el trabajo. De ello se deriva un grado de estructuración aparente de la estrategia menor que en los otros países y, posiblemente, un efecto desfavorable sobre su credibilidad.

IV.3 La estrategia monetaria: aspectos técnicos

El anuncio del seguimiento de objetivos de precios, a partir de 1995, y la necesidad de disponer de ciertas guías para la toma de decisiones de política monetaria, en el actual periodo de transición, han impulsado la realización de análisis de mayor profundidad y el seguimiento más puntual y preciso de un conjunto de indicadores. Este incluye variables similares a las utilizadas en los países analizados en este anejo, y, entre ellas, el tipo de cambio y los tipos de interés a largo plazo reciben atención especial.

Por otra parte, Suecia es el único país entre los analizados que ha modificado su esquema de instrumentación monetaria con posterioridad al anuncio del objetivo de inflación (en el mes de mayo de 1994). No obstante, este cambio se ha asociado, principalmente, a la conveniencia de adaptar los mecanismos de intervención monetaria al funcionamiento de unos mercados financieros más desarrollados, y, en segundo lugar, para mejorar su operatividad en el marco de un régimen de flotación del tipo de cambio; el cambio se considera independiente de la adopción de una estrategia directa hacia los objetivos últimos. Con el esquema anterior, el Riksbank recurría a una presencia continuada en los mercados y a mantener vínculos estrechos de relación con los bancos, con el fin de ejercer un control bastante preciso de las condiciones de liquidez en los mercados y, por esta vía, lograr un impacto significativo sobre los tipos de interés. Sin renunciar a estos vínculos de proximidad, el nuevo esquema²⁵ pretende un nivel de flexibilidad mayor y proporciona al banco central medios para regular mejor -en la magnitud y en la elección del momento- el impacto de sus medidas sobre los tipos de interés de mercado. Este esquema recuerda bastante, en los rasgos generales, a los de los países analizados en los epígrafes anteriores, y parecen ser suficientes para reaccionar, en la medida adecuada, a la evolución observada de los tipos de interés, a la de los tipos de cambio y a los indicadores sobre el comportamiento de los precios y de las presiones inflacionistas.

IV.4 El marco institucional

Entre las tareas preparatorias para el nuevo marco de la política monetaria, es en el ámbito de los elementos institucionales en el que ha tenido lugar un avance mayor.

²⁵ El Riksbank establece una banda para los tipos de interés, cuyos límites superior -el tipo de préstamo- e inferior -el tipo de depósito- se deciden por el Consejo de Gobierno del Banco. El tipo de las operaciones repo es considerado el principal instrumento de la política de tipos de interés del Riksbank y las decisiones respecto a su evolución (en el interior del corredor) corresponden al gobernador, respetando las líneas directrices definidas por el Consejo. Los bancos no han de cumplir un coeficiente de caja (desde abril de 1994).

El interés por una más amplia difusión de información, al público, respecto a la estrategia monetaria, su puesta en práctica, etc., queda patente en las declaraciones frecuentes de las autoridades, dando publicidad al cambio de estrategia; en la celeridad con que se ha procedido al diseño, y la posterior edición, de un informe periódico del Banco de Suecia -"Inflation and Inflation Expectations in Sweden"- , centrado en el comportamiento de los precios; y son numerosos los números monográficos que se ocupan de desarrollar diversos aspectos colaterales.

Las cuestiones relativas a la independencia del banco central, planteadas inicialmente en conexión con el proyecto de la Unión Europea, han cobrado mayor importancia en la actualidad, en el nuevo marco de flexibilidad cambiaria para la política monetaria. La credibilidad antiinflacionista, que anteriormente se pretendía derivar de la de Alemania, a través de la vinculación del tipo de cambio de la corona al ecu, en la actualidad, ha de proceder de la reputación propia, y entre los mecanismos para adquirirla se encuentra el anuncio de los objetivos de precios y el desarrollo de la autonomía del banco central.

El Estatuto del Riksbank (1934) no define los objetivos específicos de su actividad, pero le otorga la responsabilidad en cuestiones de política monetaria y cambiaria; le concede independencia total respecto al gobierno y queda subordinado, directamente, al Parlamento. En el proceso de adopción de decisiones de política monetaria, la iniciativa corresponde al Banco, que debe consultar al gobierno, pero no necesita su aprobación ni la del Parlamento. Pero la independencia que se reconoce en el Estatuto no se corresponde necesariamente con independencia efectiva. Por una parte, regulaciones posteriores (1974) requieren la autorización del gobierno para que el Banco realice sus funciones, con lo que, en última instancia, los límites a la autonomía dependen de la actitud del gobierno en el poder. Por otra parte, el Parlamento no tiene solo la capacidad de control -por la obligación del Banco de presentar un informe anual y su disponibilidad a responder ante el Comité parlamentario al efecto-, sino también cierta capacidad de interferencia, en la medida en que la figura del gobernador tiene un carácter representativo, y el principal órgano ejecutivo del Banco es el Consejo de gobierno -formado por 7 miembros más, elegidos por el Parlamento (en función de los escaños de cada

partido)-, que eligen al gobernador, y, entre ellos, al Director del Consejo, según la recomendación del Gobierno. No obstante, las decisiones de política monetaria corresponden al Banco.

Con el objetivo de ampliar la independencia del Riksbank, una Comisión del Gobierno, constituida al efecto, elaboró, en marzo de 1993, un informe que incluía sus valoraciones y propuestas; remitido al Parlamento, la ausencia de consenso político mantiene el asunto, por el momento, en compás de espera.

En definitiva, los requisitos institucionales para la aplicación de esta estrategia parecen cumplirse, grosso modo, en el caso de Suecia (y, por otra parte, si se considera deseable reforzar el marco institucional, es una tarea que cabe desarrollar antes de 1995).

IV.5 Resultados tras el cambio de estrategia

En el caso de Suecia, aún no resulta posible valorar los logros de la estrategia: la fecha del anuncio del objetivo de precios es muy reciente, el compromiso con tal objetivo existe, realmente, a partir del año 1995, y, por la forma -progresiva- en que se ha definido el marco operativo de la estrategia, resulta muy difícil determinar a partir de qué fecha puede considerarse que existe un modelo de estrategia completo.

No obstante, pueden analizarse los resultados económicos más recientes para determinar su idoneidad para la aplicación de la estrategia. Los niveles de actividad parecen haber comenzado a recuperarse, en caso de continuar la tendencia del primer trimestre de 1994, en el que el PIB ha crecido un 2%, en términos reales. La inflación inició una corrección a la baja al comenzar el año 1994, pero se ha observado un repunte a partir del mes de mayo. En el mes de julio, la tasa de crecimiento interanual de los precios de consumo se ha situado en un 2,8%, lo que supone una elevación significativa respecto al 1,7% correspondiente al mes de abril (si bien es sustancialmente inferior al 4,6%, registrado en el mes de julio de 1993).

La estabilidad que los tipos de interés a corto plazo mostraban desde inicios de 1994, se alteró, a partir del mes de junio, de modo que los tipos a 3 meses se elevaron 0,4 puntos hasta el mes de julio. La trayectoria ascendente en los tipos a largo plazo se remonta a principios de año y ha tenido como resultado una elevación considerable que, en los del plazo de 10 años, sumaba 4 puntos porcentuales.

Las tensiones cambiarias que tuvieron lugar, con posterioridad, en el mes de agosto, culminaron con una elevación de los tipos de interés oficiales. No obstante, este aumento, que supuso un giro en la política monetaria, no se ha interpretado como una respuesta a presiones especulativas depreciadoras de la corona sueca, sino con una perspectiva más amplia. Se ha asociado a las presiones inflacionistas detectadas en los meses más recientes, que resultan más preocupantes, conforme se aproxima la fecha fijada para la aceptación del objetivo de inflación. Estas presiones inflacionistas aparecen ligadas, junto al efecto negativo de la depreciación de la corona, a otros factores; algunos de ellos son exógenos, como la recuperación de los niveles de actividad a nivel internacional y el ascenso del precio de las materias primas; como factor endógeno, se destaca la presión de la demanda -en fase de expansión- sobre la capacidad productiva -afectada por tres años consecutivos de caída de la inversión- y que está reflejándose en registros altos de los índices de utilización de la capacidad productiva, en 1994. Las previsiones de inflación señaladas por el Banco de Suecia y por la mayoría de los organismos privados, señalan una tasa de crecimiento del IPC del 3%, en 1995, es decir, en el límite superior de la banda objetivo; sin embargo, las expectativas del mercado respecto a 1996, en adelante, muestran una tendencia al alza de la inflación, que la situaría por encima del objetivo definido.

El mantenimiento de las tensiones en los mercados financieros y cambiarios y las presiones inflacionistas dependen, en última instancia, de la solución de los problemas fundamentales, ya mencionados, de la economía sueca: el desempleo y, especialmente, el problema fiscal, reflejado en los niveles elevados del déficit público y de la deuda pública. Respecto a estos últimos, para los próximos años se prevé una corrección paulatina, que situaría el déficit en el 13,6% del PIB en 1994 y el 12,1% en

1995, en el marco de un plan presentado por el Gobierno, para la reducción del déficit, hasta situarlo en el 3% respecto al PIB, en 1998. No obstante, a pesar del inicio de una coyuntura económica más favorable, el hecho de que 1994 sea año electoral, la ausencia de corrección observada en el crecimiento del componente estructural y la prolongación prevista en la tendencia ascendente de la deuda pública -hasta el 93% del PIB en 1994 y superior al 110% en 1999- comprometen seriamente la credibilidad de este plan.

Tras la descripción somera de la situación económica en Suecia, pueden deducirse los problemas a los que se enfrenta, este país, para adoptar un objetivo concreto de inflación -ambicioso-, con la suficiente credibilidad. Por otra parte, las declaraciones oficiales respecto a la voluntad de restablecer un acuerdo cambiario, tan pronto como sea posible, pueden introducir algunas incertidumbres entre los agentes, en cuanto al grado de vinculación de las autoridades con respecto a la estrategia monetaria de precios. Posiblemente la situación coyuntural actual -en la que la actividad no muestra aún gran pujanza- es ligeramente más favorable a la aplicación de una estrategia de precios que al reestablecimiento del vínculo cambiario. En cualquier caso, aunque no parecen plantearse graves problemas para reunir los elementos institucionales apropiados como marco de una estrategia de precios, no parecen satisfacerse en suficiente medida los requisitos de carácter económico, los que aparecen asociados a determinados rasgos estructurales y al conjunto de resultados coyunturales de la economía. Esto significa no solo que los objetivos pueden ser inalcanzables, sino también que el mantenimiento de los mismos, en un contexto inadecuado, si lleva asociadas medidas de política monetaria erróneas, puede tener efectos contraproducentes sobre las tendencias inflacionistas, sobre la evolución del tipo de cambio y sobre la trayectoria de los tipos de interés.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.^a Jesús Martín:** Series de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **Pedro Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **Pedro Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín and Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.
- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.^a Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.^a Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.

- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 **José Luis Escrivá y Andrew G. Haldane:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 **José Antonio Cuenca:** Variables para el estudio del sector monetario. Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 **Ángel Estrada y David López-Salido:** La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 **José M. González Mínguez:** Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9420 **Simon Milner and David Metcalf:** Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 **Javier Santillán:** El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.
- 9422 **Juan Luis Vega:** ¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP?
- 9423 **Gabriel Quirós:** El mercado italiano de deuda pública.
- 9424 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Inversión privada, gasto público y efecto expulsión: evidencia para el caso español.
- 9425 **Charles Goodhart and José Viñals:** Strategy and tactics of monetary policy. Examples from Europe and the Antipodes.
- 9426 **Carmen Melcón:** Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.