

IV. Política monetaria en los países industriales avanzados

Aspectos más destacados

Al aproximarse la inflación a cero en algunos países e incluso descender los precios en otros, el año pasado cobraron importancia en los principales países industriales algunas cuestiones relacionadas con la gestión correcta de la política monetaria en condiciones de estabilidad casi total de los precios. Una de ellas es saber cómo pueden impedir los bancos centrales que un descenso de los precios conduzca a esperar nuevos descensos en el futuro. La persistencia de unas tasas medias de inflación cercanas a cero durante largos periodos también lleva a preguntarse cuáles son las ventajas relativas de fijar un objetivo de nivel de precios o un objetivo de inflación. Otro motivo de preocupación es la posibilidad de que la política monetaria pierda eficacia en los periodos en los que los precios se mantienen estables o bajan. La turbulencia que estalló en los mercados financieros internacionales tras la crisis rusa en agosto pasado suscitó asimismo la pregunta de hasta qué punto debían reaccionar las autoridades monetarias a los acontecimientos en los mercados de activos, si nada inducía a pensar que habían comenzado a influir en los precios de los bienes y los servicios.

En Estados Unidos se suavizó la política monetaria, a pesar del elevado crecimiento real y la escasez de oferta de trabajo, debido a las favorables perspectivas de la inflación y a que se preveía una desaceleración de la economía. Las dificultades que plantea la gestión de la política monetaria con una inflación muy baja y unos mercados financieros volátiles se manifestaron sobre todo en Japón, cuyas autoridades tuvieron que hacer frente a un grave empeoramiento tanto de la economía doméstica como de los mercados financieros. Aunque los tipos de interés a corto plazo disminuyeron casi a cero, parece que las graves debilidades del sistema financiero redujeron la sensibilidad de los bancos y de los hogares a los estímulos de la política económica.

Un acontecimiento excepcional ocurrido en el periodo examinado fue la introducción del euro en enero de 1999. A este respecto, el año pasado las autoridades centraron primero la atención en la necesidad de determinar el nivel en el que debían converger los tipos de interés durante la transición a la UEM. Aunque la situación económica existente en varios países más pequeños de la zona del euro era relativamente buena, la débil actividad en Alemania e Italia, que representan conjuntamente alrededor de un 50% del PIB de la zona del euro, junto con la incertidumbre sobre las perspectivas de recuperación de la economía mundial, llevó a optar por un nivel de convergencia del 3%. Esta decisión entrañó un recorte de los tipos de interés incluso en los países con los tipos más bajos anteriormente. El Banco Central Europeo tuvo que

afrontar la importante cuestión de cómo gestionar su política en el entorno totalmente nuevo creado por el establecimiento de la moneda única. Para ello, adoptó un marco consistente en una definición numérica de la estabilidad de los precios, principal objetivo de la política monetaria; un valor de referencia para el crecimiento de M3, que constituye un indicador clave, y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores. Este marco combina, pues, estrategias basadas en los agregados monetarios y en un objetivo de inflación.

La política monetaria de los países con un objetivo de inflación también se suavizó el año pasado, ya que los bancos centrales tomaron medidas para que la inflación se mantuviera dentro de la banda fijada como objetivo o volviera a ella, a pesar de la desaceleración de la actividad y la reducción concomitante de las presiones sobre los precios. Esta suavización se produjo a pesar de que los tipos de cambio se depreciaron en la mayoría de estos países a causa del descenso de los precios de las materias primas. Las autoridades consideraron por lo general que las presiones sobre los tipos de cambio constituían una perturbación real, a la que no debía responder la política monetaria. En Canadá, el rápido descenso del tipo de cambio hizo temer que se esperaran nuevos descensos, lo que condujo al Banco de Canadá a subir los tipos de interés temporalmente.

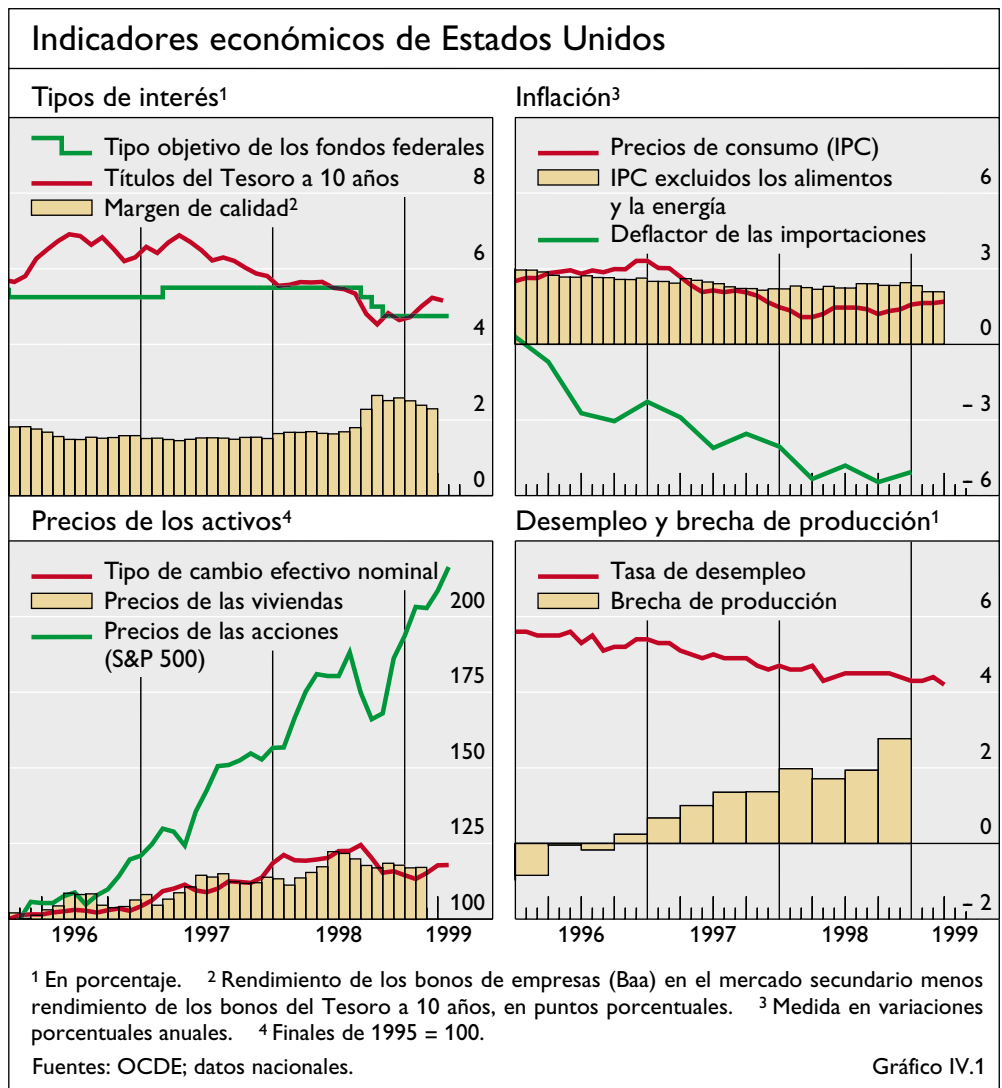
Estados Unidos

Para evaluar las perspectivas de la inflación, recientemente la Reserva Federal ha tenido que examinar con detenimiento no sólo los indicadores tradicionales de los resultados económicos, sino también la situación de los mercados financieros. Dado que el PIB real creció un 3,9% en 1998, el aumento de la producción era constantemente superior a las estimaciones previas del nivel potencial y el desempleo estaba alcanzando su tasa más baja en casi 30 años, los responsables de la política económica tuvieron que tener en cuenta la posibilidad de que aumentaran las presiones inflacionistas. Por otra parte, la subida de los precios de los activos llevó a temer que estuviera desarrollándose una burbuja financiera, consideración que también justificaba el sesgo a adoptar una política más restrictiva. Sin embargo, al caer vertiginosamente los precios de los productos básicos a causa de la desaceleración mundial de la actividad económica y al apreciarse el dólar hasta agosto, las presiones inflacionistas continuaron siendo débiles, por lo que no se modificó la orientación de la política económica hasta el final del verano.

La crisis financiera rusa de mediados de agosto provocó una considerable incertidumbre en los mercados financieros de Estados Unidos y otros países, lo que podía tener implicaciones importantes para la demanda interna y para las perspectivas de la inflación. Al reducir la riqueza de los hogares y elevar el costo del capital, el brusco descenso de los precios de las acciones podría haber frenado el gasto de consumo y de inversión. Por otra parte, los grandes márgenes de riesgo, el elevado grado de volatilidad y la disminución de la liquidez en muchos segmentos del mercado, aumentaron la probabilidad de que las instituciones financieras experimentaran considerables pérdidas y el riesgo

La política no cambió de orientación hasta el final del verano ...

... cuando la crisis rusa provocó inestabilidad en los mercados financieros



de que se endurecieran las condiciones crediticias. Para proteger la economía de estos efectos y prevenirse contra una recesión inesperadamente brusca, la Reserva Federal bajó los tipos de interés en septiembre, octubre y noviembre en un total de 75 puntos básicos, hasta situarlos en el 4,75%. Tras la suavización de la política monetaria, mejoró la situación en los mercados financieros. Los precios de las acciones, que habían bajado un 19% entre mediados de julio y finales de agosto, se recuperaron, y a finales de marzo de 1999 habían subido un 34%. La política monetaria no se modificó posteriormente, al no existir indicios de que estuvieran aumentando las presiones inflacionistas, a pesar de que el crecimiento real continuaba siendo rápido y que seguía habiendo escasez de oferta de trabajo.

Las grandes fluctuaciones de los precios de los activos financieros, como las registradas el pasado otoño, constituyen un reto para los responsables de la política monetaria. Las perturbaciones financieras provocan inmediatamente un brusco aumento del volumen de operaciones y de la volatilidad en los mercados, así como una huida en busca de seguridad y liquidez. Sin embargo, dado que los cambios del clima de opinión reinante en los mercados financieros tardan en dejarse sentir en la actividad real y en las presiones

La política monetaria se suavizó en otoño

Es importante centrar la atención en la estabilidad de los precios internos una vez retornada la calma a los mercados

inflacionistas, puede resultar difícil identificar a primera vista la verdadera magnitud de los efectos macroeconómicos y, por consiguiente, cabe que la política monetaria llegue ser, sin quererlo, demasiado dura o demasiado suave. Así ocurrió en algunos países tras la vertiginosa caída de los precios de las acciones en octubre de 1987. Algunos bancos centrales optaron en ese momento por suavizar la política monetaria ante el temor de que los descensos de los precios de las acciones provocaran una desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, retrospectivamente, se sobreestimó la repercusión de la caída de los precios de las acciones en la demanda agregada, y es posible que la suavización de la política monetaria contribuyera al aumento posterior tanto de la actividad como de la inflación. Este episodio sugiere, pues, que, si bien conviene adoptar medidas monetarias cuando estalla una tormenta en el mercado, es importante reorientar la política monetaria y dar prioridad a la estabilidad de los precios internos una vez que vuelve la calma a los mercados.

Japón

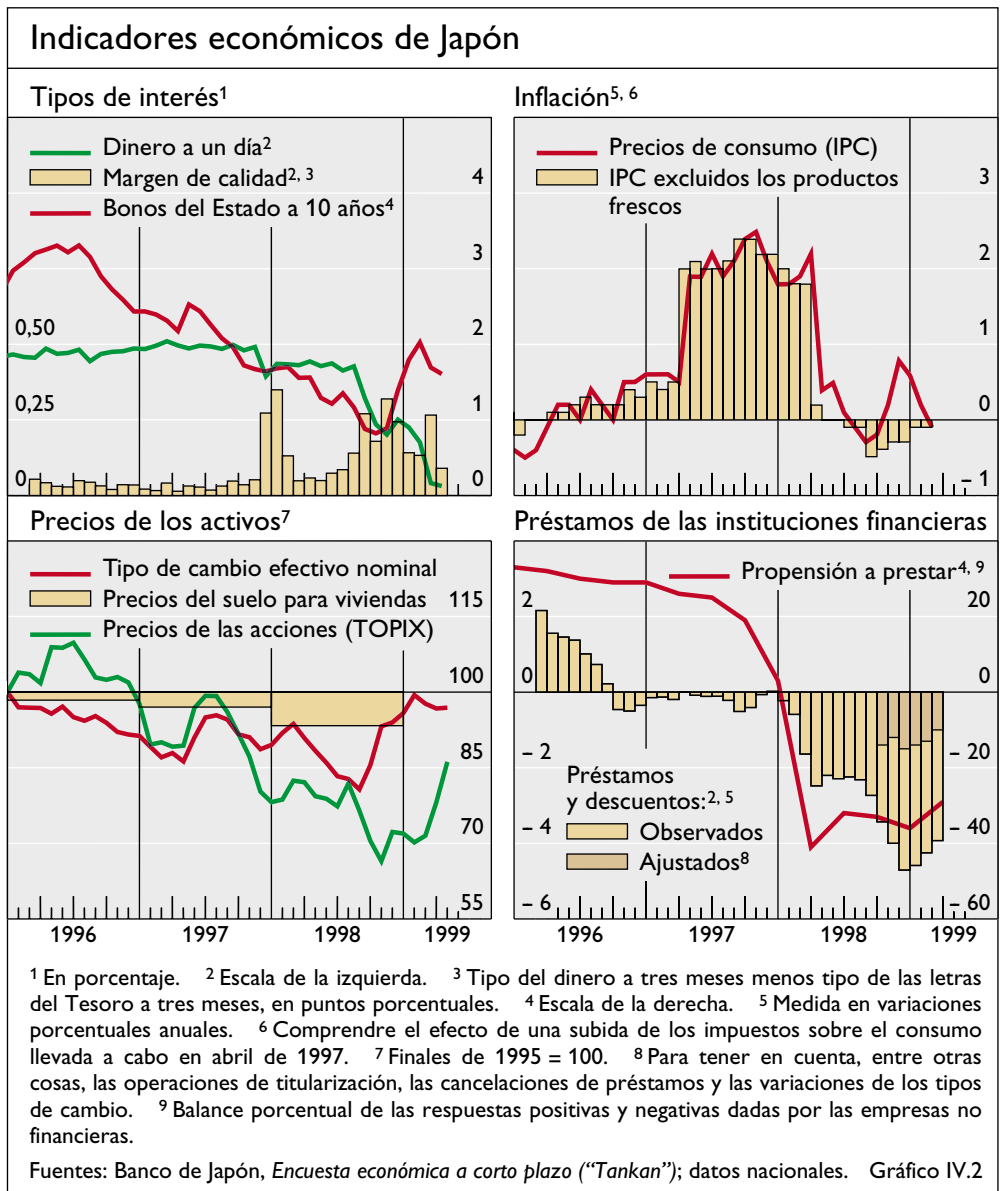
Nuevo empeoramiento de la situación ...

El año pasado, el Banco de Japón tuvo que hacer frente a la posibilidad de que surgiera un ciclo deflacionista, dados los elevados niveles de exceso de capacidad y de endeudamiento de las empresas, así como la persistencia de graves problemas en el sector bancario. La situación económica general empeoró aún más: el PIB real disminuyó un 3% en 1998 y los índices de precios continuaron sufriendo persistentes presiones a la baja. Al descender los precios de las importaciones y del petróleo en respuesta a la situación mundial y apreciarse el yen a partir de octubre, los precios de consumo bajaron por primera vez desde 1995–96. Los precios al por mayor internos, que venían descendiendo desde 1991, mantuvieron su tendencia descendente.

El empeoramiento de las perspectivas económicas llegó en un momento en el que parecía poco eficaz la vía tradicional de transmisión de la política monetaria, es decir, la de los tipos de interés. Aunque el tipo de descuento se mantuvo en un 0,5%, el Banco de Japón decidió en septiembre bajar al 0,25% el tipo a un día, que se había mantenido ligeramente por debajo del tipo de descuento. Esta suavización de la política, además de tener por objeto impedir que aumentaran aún más las presiones deflacionistas, se consideró correcta para mantener la estabilidad de los mercados financieros. La política monetaria volvió a suavizarse en febrero de 1999, cuando se redujo el tipo a un día al 0,15% o menos, y a principios de marzo, cuando las enormes inyecciones de liquidez del Banco de Japón lo redujeron, de hecho, a cero.

... y reducción del tipo a un día a cero

Durante el periodo de convulsiones que sufrieron el pasado otoño los mercados financieros de Japón y otros países, la preocupación por el riesgo de contraparte provocó un brusco aumento del margen entre los tipos interbancarios a tres meses y los tipos de las letras del Tesoro. El Banco de Japón respondió suministrando abundante liquidez a los mercados financieros. Aunque esta medida provocó una reducción del margen entre el tipo interbancario y el tipo de las letras del Tesoro, éste continuó siendo considerable. A pesar de que en los últimos años se ha acelerado la expansión de la base



monetaria, la tasa de crecimiento de M2+CD, el principal agregado monetario en Japón, ha seguido siendo moderada. Los bancos se han mostrado cada vez menos dispuestos a conceder créditos en un clima en el que se ha puesto en duda la solvencia tanto de los clientes como de algunos de los propios bancos. Para mejorar el mecanismo de asignación del crédito, el Banco de Japón tomó medidas con el fin de facilitar las operaciones de financiación de las empresas expandiendo sus operaciones de pacto de recompra de papel comercial, lo cual, a su vez, permitió a los bancos aumentar sus actividades en el mercado primario de papel comercial. El Banco estableció, además, una línea de crédito destinada a refinanciar en parte los nuevos préstamos concedidos por las instituciones financieras en el cuarto trimestre.

Adopción de medidas para facilitar la financiación de las empresas

La adopción de una política cada vez más expansiva ha sido contrarrestada en parte por la brusca apreciación que experimentó el yen en octubre y por el rápido aumento de los rendimientos de los bonos del Estado a largo plazo desde noviembre. Este aumento, atribuido al gran incremento del programa de emisión planeado para el año fiscal 1999 y al anuncio de que el Trust Fund

Las presiones políticas pueden ser contraproducentes

Bureau dejaría de comprar títulos, también provocó un aumento de los rendimientos de los bonos de empresas y de los tipos de interés preferenciales de los préstamos a largo plazo. De mantenerse estas tendencias, la situación económica podría empeorar aún más. Para limitar las subidas de los tipos de interés a largo plazo, el Banco de Japón se vio sometido a presiones políticas para que intensificara sus compras de bonos del Estado. Esas presiones pueden ser contraproducentes si llevan a pensar que la política monetaria forma parte del proceso político general, lo que podría afectar negativamente a la credibilidad del banco central y conducir a un aumento, en lugar de un descenso, de los tipos de interés.

A lo largo del año, el gobierno tomó varias medidas para sanear el sistema financiero. Entre éstas se encuentran la nacionalización temporal del Long-Term Credit Bank y del Nippon Credit Bank, así como el fomento de la fusión de algunas otras instituciones y el intento de convencer a los bancos supervivientes de que llevaran a cabo una reestructuración a cambio de fondos públicos. Aunque la reacción del mercado a estas medidas ha sido favorable, como lo indica la desaparición de la “prima japonesa” y la recuperación de los precios de las acciones de los bancos, está por ver si éstos conseguirán poner en práctica las medidas de reestructuración que se han comprometido a aplicar. En particular, podría surgir un conflicto entre su compromiso de aumentar los préstamos internos y reducir al mismo tiempo los costos. Una considerable reducción de sus operaciones internacionales podría contribuir a resolver este problema, aunque correría el riesgo de crear otros.

La zona del euro

Convergencia de los tipos de interés en un 3%

La política monetaria de los países participantes en la UEM estuvo dominada durante 1998 por la necesidad de que los tipos de interés convergieran en un nivel común a finales de año. Un factor que complicó la cuestión fue el hecho de que, a pesar de la considerable convergencia nominal conseguida en los años anteriores, seguían existiendo notables diferencias entre las condiciones económicas de los distintos países. Al final, los tipos oficiales convergieron en un 3%, lo que supuso una pequeña reducción en los países con los tipos de interés más bajos, pero una reducción bastante grande en otros.

En los meses anteriores a la introducción del euro (enero de 1999), el BCE anunció su marco de política monetaria, que contenía un objetivo final numéricamente definido de estabilidad de los precios, un valor de referencia para el crecimiento del dinero y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores.

Evolución económica y monetaria

La situación económica de los países que constituyen la zona del euro no varió durante el periodo examinado: el crecimiento continuó siendo elevado en algunos países más pequeños y la situación general siguió siendo débil en algunos de los más grandes. Antes de enero de 1999, los bancos centrales tuvieron que conciliar las consideraciones internas relacionadas con la inflación con la necesidad de que convergieran los tipos de interés.

En Irlanda, el crecimiento extraordinariamente alto registrado por quinto año consecutivo provocó un nuevo aumento de la producción por encima de su nivel potencial y crecientes presiones inflacionistas. Sin embargo, durante el otoño comenzó a desacelerarse la economía real y las presiones inflacionistas cedieron. Al descender la inflación del máximo del 3,2% en agosto al 1,7% en diciembre y ser necesario bajar los tipos de interés para converger con el resto de los países, comenzó a suavizarse la política monetaria en octubre. El crecimiento también fue muy alto en Finlandia y los Países Bajos, lo que hizo que las brechas de producción estimadas se volvieran positivas. En Finlandia, las presiones inflacionistas, acumuladas gradualmente en 1997 y principios de 1998, comenzaron a disminuir durante la primavera tras un descenso de los precios de importación, y la inflación descendió hasta ser inferior a un 1% a finales de año. En los Países Bajos, también disminuyó la inflación, la cual fue, en promedio, de un 2% en el conjunto del año.

Irlanda

Finlandia y los Países Bajos

En Portugal, la brecha de producción también disminuyó y la inflación general se aceleró, subiendo del 2,3% a finales de 1997 al 3,2% a finales de 1998. El continuo y elevado crecimiento de la producción y las presiones concomitantes sobre los precios se debieron en parte a la convergencia de los tipos de interés. Como los tipos de interés controlados por las autoridades bajaron del 6% al 3% entre mediados de 1997 y finales de 1998 y la inflación se aceleró durante ese mismo periodo, los tipos de interés reales bajaron más de 4 puntos porcentuales. En España ocurrió un proceso parecido, aunque menos pronunciado. Al bajarse los tipos oficiales del 5,25% al 3% entre mediados de 1997 y finales de 1998 y disminuir sólo marginalmente la inflación general, los tipos reales a corto plazo bajaron alrededor de 2,5 puntos porcentuales durante el mismo periodo.

Portugal

España

En las tres mayores economías, la mejor situación económica correspondió con mucho a Francia. Dado que en este país el crecimiento fue, en promedio, de un 3,2% en 1998, la brecha de producción se redujo considerablemente. No obstante, la inflación anual bajó al 0,3%. En cambio, en Alemania e Italia la situación económica continuó, por lo general, siendo débil, y empeoró durante el año. El crecimiento del PIB, elevado durante el primer trimestre en Alemania, Austria y Bélgica, se desaceleró después, siendo en promedio de un 3% aproximadamente ese año. En Italia, el crecimiento fue bajo: tan sólo de un 1,4%. Como las considerables brechas de producción apenas variaron en estos países, las presiones inflacionistas cedieron, en general, y las tasas fueron desde el 0,4% en Alemania hasta el 0,7% en Austria. En Italia, la inflación descendió hasta situarse en un 1,7%.

Las tres mayores economías: Francia, Alemania e Italia

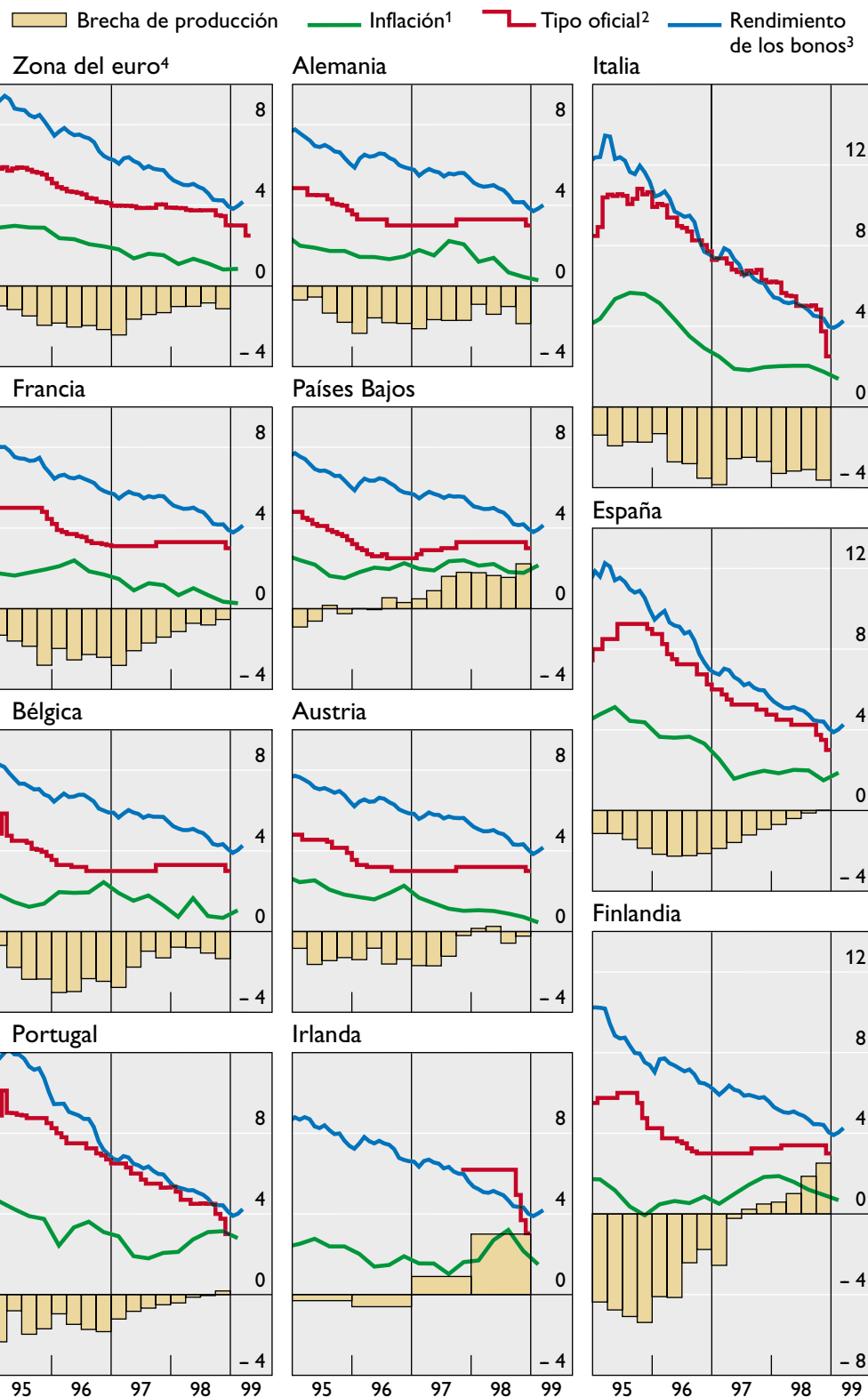
A la luz de estas tendencias y teniendo en cuenta que la estrategia de la política monetaria del BCE se consideraba creíble en los mercados financieros, se permitió que los tipos de interés de la zona del euro convergieran en un 3% tras una reducción coordinada en diciembre de 1998. En abril de 1999, el BCE bajó aún más su tipo oficial al 2,5% dentro de una situación de débiles presiones inflacionistas.

Los tipos de interés bajaron más en los países con la inflación relativamente alta

Aunque la política monetaria se estableció teniendo en cuenta las tendencias económicas generales de la zona del euro, el proceso de convergencia ha conducido a una situación en la que los tipos de interés han bajado sobre todo

Brechas de producción, inflación y tipos de interés en la zona del euro

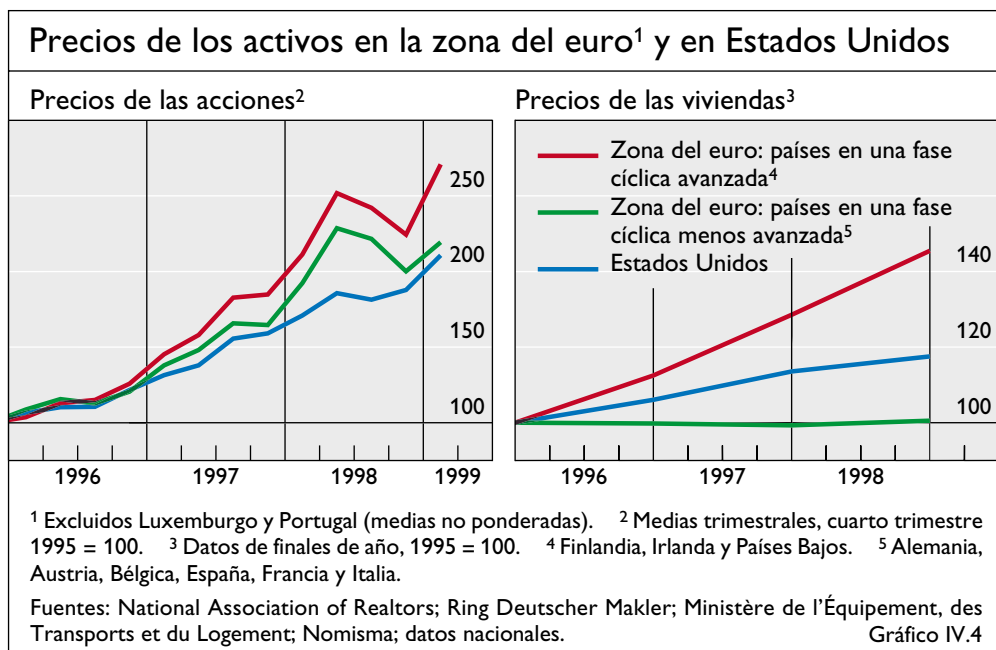
En porcentaje



¹ Variación de los precios de consumo con respecto al mismo trimestre del año anterior. Zona del euro: definición armonizada a partir de 1996; cada país: definición nacional. ² Bélgica: tipo central; Países Bajos: tipo de los préstamos especiales; Portugal: tipo de intervención; otros países: tipo de subasta. ³ Bonos del Estado representativos (normalmente, a 10 años). ⁴ Excluido Luxemburgo.

Fuentes: BCE; OCDE; datos nacionales; estimaciones del BPI.

Gráfico IV.3



en Irlanda, Italia, España y Portugal, países cuyas tasas de inflación siguen siendo relativamente altas. No deben exagerarse, sin embargo, las implicaciones de las diferencias regionales entre las tasas de inflación de la zona del euro. Aunque estas diferencias pueden poner en peligro la viabilidad del compromiso cambiario en un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, no tienen ninguna implicación comparable en un sistema de moneda única. Además, la importancia de estas diferencias es todavía menor en la medida en que reflejan las diferencias entre las demandas de bienes no comerciables y las tasas de incremento de sus precios. Por otra parte, como ya no es posible modificar los tipos de cambio nominales para tener en cuenta cualquier variación de los precios relativos, el peso del ajuste se traslada enteramente a los mercados de trabajo y de bienes. Es, pues, de suma importancia fomentar la flexibilidad de los salarios y de los precios internos en respuesta a la disminución de la competitividad dentro de la zona del euro.

Otro posible motivo de preocupación es la evolución divergente de los precios de los activos. Como muestra el gráfico IV.4, éstos han subido más, en general, en Finlandia, Irlanda y los Países Bajos, cuya situación económica ha sido buena, que en el resto de la zona del euro. Aunque los bancos centrales están de acuerdo, en general, en que la política monetaria no debe basarse directamente en la evolución de los precios de los activos, la posibilidad de que éstos varíen de forma distinta induce a pensar que una política monetaria común también podría generar ciclos inmobiliarios regionales, como los que se observan en Estados Unidos y Canadá.

Evolución divergente de los precios de los activos

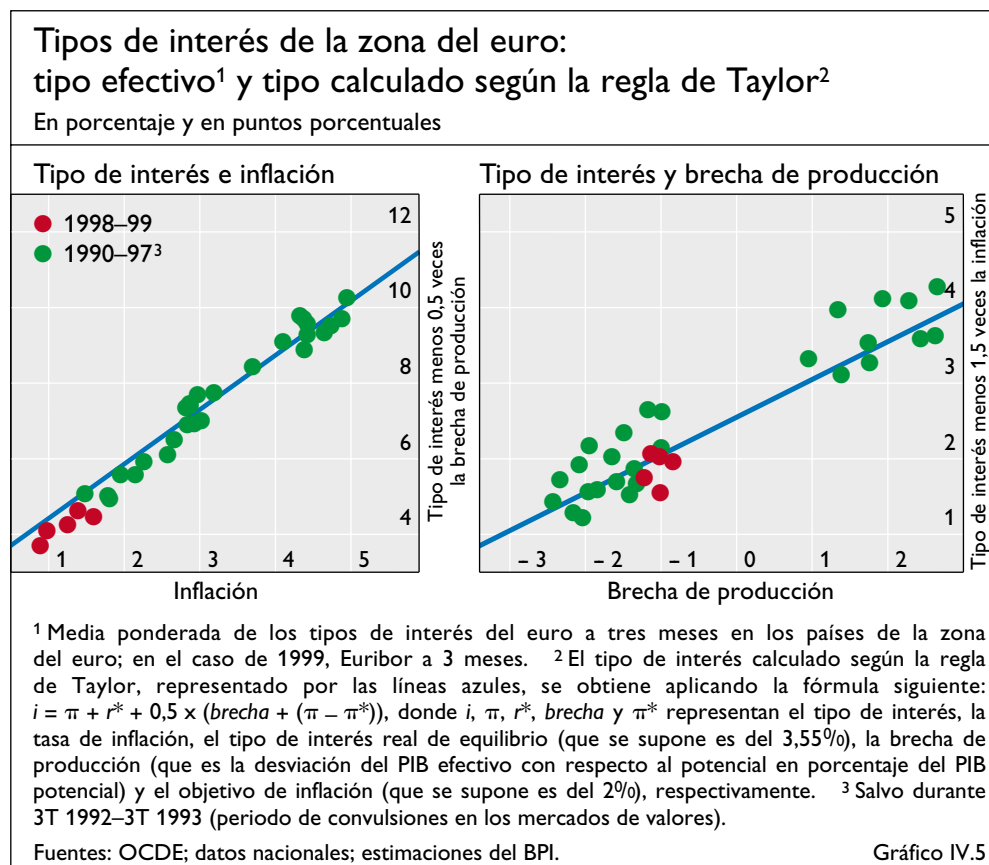
Estrategia de la política monetaria del BCE

Como se señaló en el informe anual del año pasado, los tipos de interés de los países de la zona del euro, utilizando como indicador la media ponderada de los tipos de interés a tres meses, han mostrado en el pasado una estrecha

Aunque los tipos de interés han evolucionado como sugiere la regla de Taylor ...

relación con las medias de la brecha de producción y de la inflación general ponderadas de manera similar. En particular, parece que los tipos de interés a corto plazo han evolucionado como sugiere la llamada regla de Taylor, en el sentido de que han subido 1,5 puntos porcentuales por cada punto en que ha variado la inflación general y 0,5 puntos porcentuales por cada punto en que ha aumentado la producción por encima del nivel potencial. El gráfico IV.5 muestra que esta relación empírica se cumplió muy bien el año pasado e implica que la evolución de las brechas de producción y de la inflación de la zona del euro en su conjunto explica perfectamente la suavización de la política monetaria llevada a cabo durante el periodo examinado.

A pesar de que los tipos de interés medios de la UEM y los que implica la regla de Taylor evolucionaron de manera parecida, el BCE no basa su política en esta relación. De hecho, algunas consideraciones sugieren que esa estrategia sería peligrosa. En primer lugar, existe un considerable grado de incertidumbre sobre el “nivel de equilibrio” de los tipos de interés reales, que, además, podría muy bien variar con el paso del tiempo en respuesta a toda una variedad de factores, entre los cuales se encuentran los cambios de la política monetaria. Por ejemplo, si existe una relación entre la disminución de la inflación y el descenso de las primas de riesgo, es posible que los tipos de interés reales de equilibrio hayan bajado recientemente. Si se establece la política monetaria en función de las relaciones pasadas entre los tipos de interés, la inflación y las brechas de producción, se corre el riesgo de crear unas condiciones monetarias inapropiadas. En segundo lugar, es probable que la



UEM provoque cambios estructurales que puedan hacer que las correlaciones entre las brechas de producción y la inflación dejen de ser fiables. Con una moneda única, los salarios pueden volverse más sensibles a la situación existente dentro de la zona del euro y menos a las brechas de producción. Si, dada una brecha de producción, disminuyen las presiones inflacionistas, sería bueno que el BCE reaccionara a las brechas de producción menos de lo que sugieren las correlaciones pasadas entre los tipos de interés y las brechas. En tercer lugar, aunque las tasas de inflación y las brechas de producción actuales contienen información sobre las presiones inflacionistas a corto plazo, existen muchos otros factores —entre los que se encuentran la situación económica existente en otros países, las modificaciones de la política fiscal y la evolución de los precios de importación— que desempeñan un papel fundamental en el proceso de inflación. Dado que una mera regla de política no recoge totalmente la complejidad del proceso de inflación, nada puede sustituir al criterio de las autoridades.

... nada puede sustituir al criterio de las autoridades

Durante el otoño de 1998, el BCE anunció el marco que utilizaría para gestionar su política monetaria en el nuevo y aún cambiante entorno creado por la introducción del euro. En el centro de este marco se encuentra el objetivo primordial de la estabilidad de los precios. Definiendo públicamente lo que se entiende por estabilidad de los precios, es posible formular un criterio claro mediante el que la opinión pública pueda juzgar la gestión de la política monetaria, lo cual aumenta su transparencia y hace que resulte más fácil identificar las responsabilidades del BCE si la inflación se desvía de este objetivo.

Anuncio de un marco de política monetaria en el que el objetivo primordial es la estabilidad de los precios ...

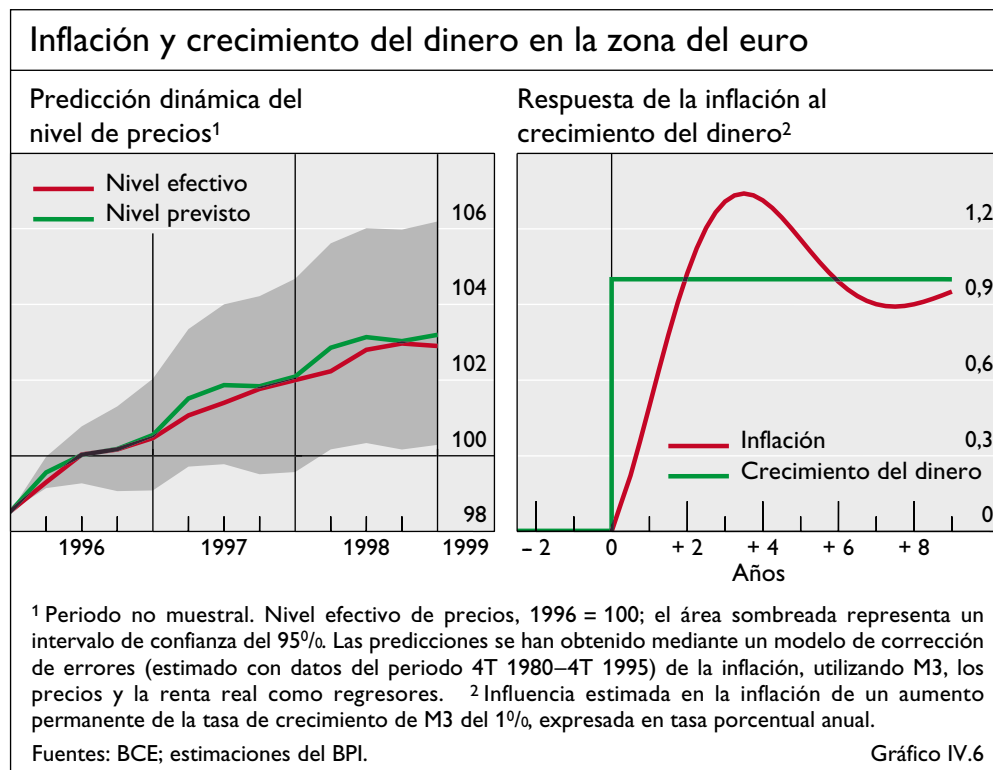
Así pues, se ha definido la estabilidad a medio plazo como una variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) en la zona del euro del 0–2% a medio plazo. Hay varios aspectos notables en la elección de este índice. Implica que el BCE ha adoptado la práctica de muchos bancos centrales de concentrarse en las medidas de la inflación basadas en el IPC, las cuales se hacen públicas en un breve plazo de tiempo, son perfectamente comprendidas por la opinión pública y no están sometidas a revisiones periódicas. La utilización de una medida de la inflación en toda la UEM también pone de relieve el hecho de que la gestión de la política del BCE se basará en la evolución económica de la zona del euro en su conjunto más que en las tendencias económicas nacionales. Al poner el énfasis en un horizonte a medio plazo, el BCE reconoce que su capacidad para controlar las variaciones de la inflación debidas a factores temporales —como las perturbaciones de los precios de las materias primas y los cambios de los impuestos— es, en el mejor de los casos, limitada. Por último, esta definición implica que los periodos de prolongado descenso del nivel del IPCA no se considerarían compatibles con la estabilidad de los precios.

Para conseguir la estabilidad de los precios, el BCE pretende seguir una estrategia basada en dos pilares. El primero consiste en fijar un valor de referencia para el crecimiento de M3, que se ha establecido en un 4,5% para 1999. Esta decisión indica que el crecimiento del dinero constituye un determinante estructural de la inflación a largo plazo. El BCE ha explicado que este valor de referencia no debe considerarse como un objetivo, ya que para ello

... un valor de referencia para el crecimiento de M3 ...

sería necesario que el crecimiento del agregado monetario fuera controlable a corto plazo, lo que no es probable. Por lo tanto, las desviaciones del crecimiento del dinero del valor de referencia no provocarán necesariamente un cambio automático de los instrumentos de política del BCE, sino que conducirán a analizar sus causas de una manera más profunda y a preguntarse si constituyen realmente un riesgo para la estabilidad de los precios.

Para asignar un papel de indicador al crecimiento del dinero, definido en un sentido amplio, hay que suponer que los desequilibrios monetarios influyen en las futuras tasas de inflación. Esta hipótesis la confirma una estimación. El panel de la izquierda del gráfico IV.6 muestra predicciones dinámicas del nivel de precios de la zona del euro basadas en un modelo sencillo. Éste hace hincapié en los orígenes monetarios de la inflación, pero no tiene en cuenta variables como los precios de la energía y de las importaciones, que tienden a desempeñar un papel importante en la determinación de los niveles de precios a corto plazo. Sin embargo, a pesar de su sencillez, predice razonablemente bien el nivel de precios de la zona del euro. El panel de la derecha muestra las predicciones del modelo de la respuesta de la inflación a un aumento permanente de la tasa de crecimiento de M3 de la zona del euro en un 1%. Las pautas dinámicas indican que, aunque el crecimiento del dinero apenas influye en la inflación a corto plazo, esta relación es importante a medio plazo. Naturalmente, estos resultados no sugieren que sea deseable y ni siquiera viable la fijación de objetivos monetarios, sobre todo porque no está garantizada la estabilidad de la relación estimada. Tampoco excluyen la posibilidad de que otros modelos de predicción que no incorporen el dinero puedan predecir aun mejor la inflación. Sin embargo, confirman empíricamente la



validez de la utilización de la tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro como variable de información sobre la inflación dos o tres años más adelante.

El segundo pilar de la estrategia consiste en una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores económicos. Entre éstos se encuentran las predicciones de la inflación realizadas por el BCE, organismos internacionales, autoridades nacionales y agentes del mercado. Sin embargo, a diferencia de algunos bancos centrales —aunque, desde luego, no de todos— que tienen un objetivo explícito de inflación, el BCE no tiene intención de publicar sus predicciones sobre la inflación, ya que no se considera que ello mejore la transparencia y la claridad de la estrategia de la política monetaria, dada la incertidumbre inherente al proceso de predicción.

La utilización del valor de referencia para el crecimiento de M3 y de la evaluación de las perspectivas de la inflación induce a pensar que, en la práctica, el BCE gestionará la política monetaria de una forma tan pragmática como el Bundesbank alemán. Históricamente, el Bundesbank ha respondido con firmeza a las variaciones de la inflación para preservar su objetivo final de conseguir la estabilidad de los precios, y ha restado importancia a las desviaciones del crecimiento del dinero con respecto al objetivo cuando las relaciones monetarias eran perturbadas por factores temporales poco peligrosos para las perspectivas de la inflación. Debe señalarse, además, que muchos bancos centrales que han adoptado objetivos explícitos de inflación también prestan una considerable atención a los agregados monetarios como indicadores de las condiciones cíclicas. El marco de política anunciado por el BCE no es, pues, diferente en algunos aspectos de un régimen de objetivo de inflación, si bien constituye un marco en el que no se anuncian las predicciones sobre la inflación y el crecimiento de M3 representa una variable clave de información.

... y evaluación de las perspectivas de la inflación basada en varios indicadores

Países con un objetivo explícito de inflación

La política monetaria de los países que tienen un objetivo explícito de inflación también se ha visto influida por la desaceleración de la actividad económica mundial, por el descenso de los precios de las materias primas y de la energía y por el aumento de la volatilidad de los mercados financieros mundiales. La política monetaria se suavizó, en general, durante el año examinado. Dado que la inflación general y subyacente era cercana al extremo inferior de las bandas fijadas como objetivo, las autoridades pensaron que era importante demostrar que estaban decididas a reaccionar tan energicamente a una inflación inferior al objetivo como a una inflación superior. Ese enfoque simétrico contribuye a conseguir y mantener el apoyo de la opinión pública a la política monetaria, en el que se basa en última instancia la independencia de los bancos centrales.

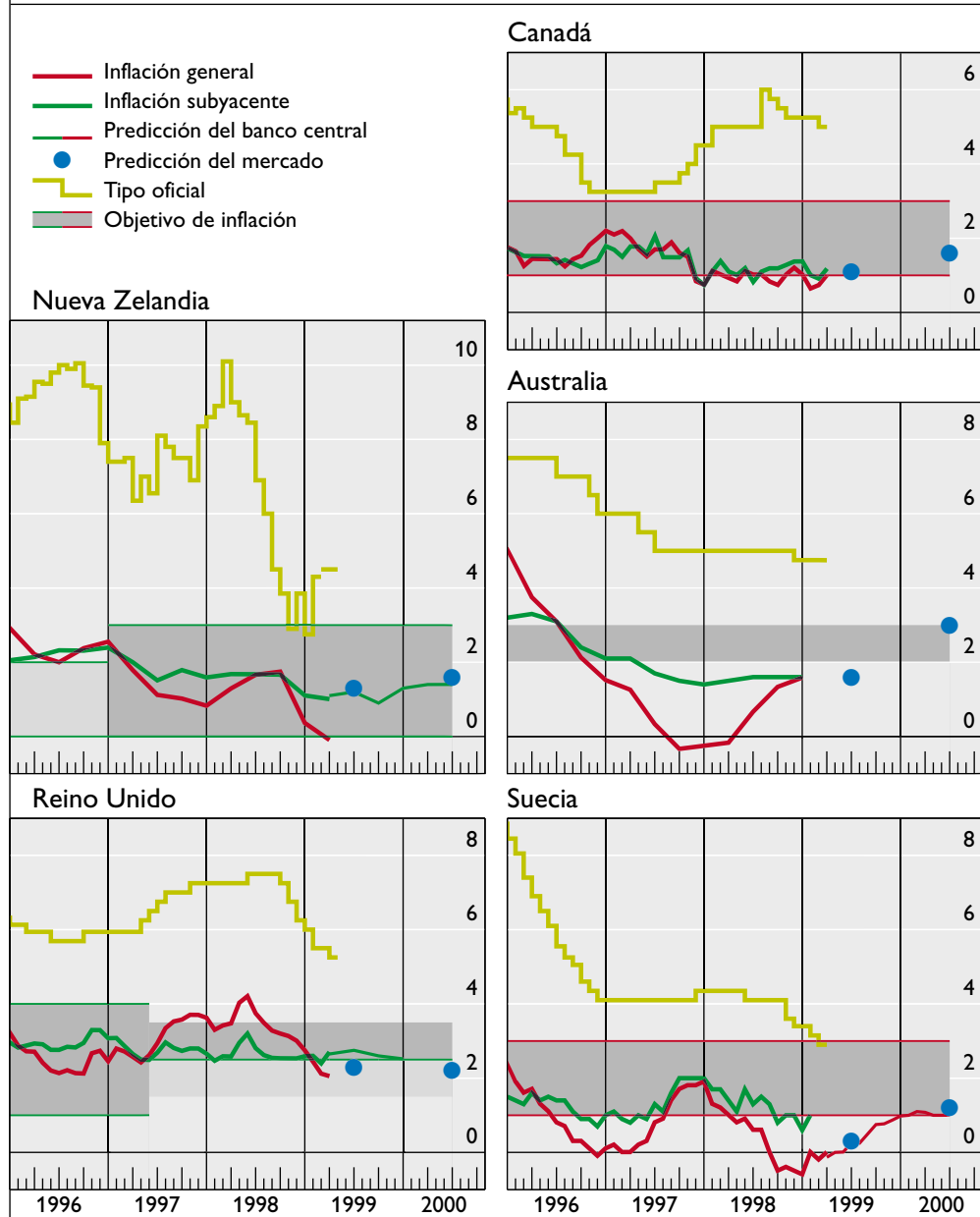
En el Reino Unido, donde la política monetaria se había endurecido anteriormente en varias ocasiones, dado el elevado crecimiento y la preocupación por la inflación, en octubre de 1998 se inició un proceso de suavización. Se bajaron los tipos de interés del 7,5% al 7,25% en vista de que empeoraban las perspectivas de la producción mundial y de las exportaciones británicas, de que

Influencia de la desaceleración mundial, de los descensos de los precios de las materias primas y la energía y de la volatilidad de los mercados financieros

Reino Unido

Inflación y tipos oficiales en los países con un objetivo explícito de inflación

En porcentaje



Nota: Las tasas de inflación se miden mediante la variación porcentual anual del IPC. En Nueva Zelanda, la inflación subyacente se basa en el IPC, excluidos los servicios crediticios, y el tipo oficial es el tipo oficial al contado (antes de marzo de 1999, el dinero a un día); para una explicación de la inflación subyacente y de los tipos oficiales de los demás países, véase el informe anual del año pasado, gráfico IV.7 y cuadro IV.1. La predicción del mercado es la predicción de la inflación general anual (en el caso de Nueva Zelanda y del Reino Unido, de la subyacente); encuestas realizadas en marzo de 1999.

Fuentes: © Consensus Economics, Londres; datos nacionales.

Gráfico IV.7

habían subido bruscamente las primas de riesgo en los mercados financieros y de que había disminuido la confianza de las empresas y de los consumidores. A medida que los datos que iban apareciendo confirmaban que la desaceleración económica era mayor de lo previsto, los tipos de interés se bajaron gradualmente otros 2 puntos porcentuales, situándose en un 5,25% en abril de 1999.

En Canadá, la inflación se situó el año pasado cerca del extremo inferior de la banda de control. Aunque la depreciación del dólar canadiense provocó una notable subida de los precios de importación de muchos bienes de consumo (salvo la energía) y servicios, el exceso de oferta en la economía interna y los continuos descensos de los precios de la energía y de las materias primas atenuaron estos efectos. Como la economía canadiense es muy intensiva en recursos, el descenso que experimentaron los precios de las materias primas durante el año ejerció presiones a la baja sobre la moneda. Estas presiones se acrecentaron de manera considerable tras la crisis rusa de agosto, cuando la tormenta de los mercados financieros internacionales también se extendió a la economía canadiense. Al aumentar vertiginosamente las primas de riesgo en los mercados de bonos y depreciarse la moneda, se subió el tipo del Banco un punto porcentual, situándose en un 6% a finales de agosto, a pesar de la tendencia de la economía a desacelerarse en respuesta a los acontecimientos de Asia. Esta medida consiguió estabilizar los mercados, y los tipos de interés volvieron a bajarse por etapas 0,25 puntos porcentuales en cada ocasión, tras las reducciones de los tipos de interés en Estados Unidos en septiembre, octubre y noviembre, así como en marzo de 1999. Aunque subieron en conjunto durante 1998, se suavizó considerablemente la orientación general de la política monetaria bajo la influencia del descenso del dólar canadiense.

Canadá

En Australia, donde la política monetaria aspira a conseguir una tasa media de inflación del 2–3% durante el ciclo, la inflación comenzó a recuperarse, pero se mantuvo en un nivel inferior al 2%. Aunque la depreciación del dólar australiano ha provocado una subida de los precios al por mayor de las importaciones, el IPC no ha aumentado tanto como habrían sugerido las experiencias anteriores. Ante las favorables perspectivas de la inflación y la creencia de que el empeoramiento de la situación económica mundial y la crisis asiática reducirían el elevado crecimiento en Australia, los tipos de interés se bajaron en diciembre 0,25 puntos porcentuales, situándose en el 4,75%, en un intento de apoyar la actividad.

Australia

En Nueva Zelanda, la suavización de las condiciones monetarias generales, medidas por la media de los tipos de interés y de los tipos de cambio, que había comenzado a finales de 1996, continuó el año pasado en respuesta a las favorables perspectivas de la inflación, atribuibles en gran parte al considerable exceso de capacidad generado durante la recesión anterior. Sin embargo, la mayor parte de la suavización se llevó a cabo excepcionalmente por medio de un descenso de los tipos de interés más que de una depreciación del tipo de cambio. Tras la tormenta estallada recientemente en los mercados financieros y el correspondiente aumento de la aversión al riesgo, los inversionistas han tendido a deshacerse de sus posiciones cortas en varias monedas, lo cual ha reforzado el dólar neozelandés, como también lo ha hecho la impresión del mercado de que el ciclo de suavización monetaria puede haber terminado.

Nueva Zelanda

En Suecia, donde la economía se desaceleró y la inflación general se volvió negativa bajo la influencia del descenso de los tipos de interés hipotecarios, la política monetaria se suavizó durante el periodo examinado. Como las previsiones indicaban que la inflación permanecería por debajo de la banda

Suecia

de tolerancia del 1–3%, el tipo de recompra se bajó en varias etapas del 4,35% en junio de 1998 al 2,9% en marzo de 1999. Dado que el tipo de cambio también descendió en el segundo semestre de 1998, se suavizó aún más la política monetaria.

Tipos de cambio y política monetaria

El tipo de cambio desempeña un papel en el proceso de transmisión ...

... e influye en la inflación a través de dos vías

Problemas para contrarrestar las perturbaciones internas de los precios a través del tipo de cambio

La experiencia reciente de los países con un objetivo explícito de inflación muestra que el tipo de cambio desempeña un papel fundamental en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dada la relación entre el tipo de cambio y los precios internos, una subida de los tipos de interés oficiales afecta a la inflación más deprisa y en mayor medida cuanto más abierta sea la economía. Este efecto se produce por dos vías: una vía directa, a través del costo de los bienes importados incluidos en el IPC, y una vía indirecta, consistente en el efecto que producen las variaciones de los tipos de cambio reales en la demanda agregada. Esta observación plantea importantes cuestiones relacionadas con la política económica. Dado que la vía directa de los tipos de cambio produce unos efectos relativamente rápidos, los bancos centrales de las economías más abiertas podrían en principio utilizarla para controlar mejor la inflación y en un horizonte temporal más breve. Sin embargo, para tratar de contrarrestar una perturbación del nivel de precios generada internamente influyendo en el tipo de cambio, podrían ser necesarias notables variaciones de los tipos de cambio reales y nominales que, a su vez, podrían afectar considerablemente a la actividad económica. También podrían poner en peligro la estabilidad del instrumento. Para limitar estos riesgos, los bancos centrales que tienen un objetivo de inflación han adoptado normalmente un enfoque gradual y esperan algún tiempo antes de contrarrestar cualquier desviación de la inflación con respecto al nivel deseado. En algunos casos, el horizonte temporal se ha alargado a medida que se han ido conociendo mejor los efectos de las variaciones de los tipos de cambio. El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda gestiona actualmente la política con un horizonte temporal de 18–24 meses, frente a los 6–18 que estableció cuando adoptó un objetivo de inflación. Este enfoque también es apropiado si existe incertidumbre sobre la fuerza del mecanismo de transmisión y sobre la situación de la economía. Ayuda, además, a limitar el número de cambios de sentido de la política monetaria, lo cual puede ser deseable, ya que generalmente es difícil explicar a la opinión pública que un cambio de sentido de la política debe interpretarse como una reacción a la nueva información y no como un reconocimiento de pasados errores.

Utilización del ICM

La vía de los tipos de cambio en el mecanismo de transmisión monetaria también es importante para juzgar y determinar la orientación general de la política monetaria, ya que tanto el tipo de cambio como los tipos de interés afectan a la demanda agregada, a la brecha de producción y a las presiones inflacionistas. Algunos bancos centrales han empleado incluso un índice de las condiciones monetarias (ICM), que es una media ponderada de un tipo de interés a corto plazo y de un tipo de cambio, y que se utiliza como instrumento de política y como medida de los cambios de orientación de la política. Dado un enfoque de esa clase, es más probable que se haga frente a las variaciones

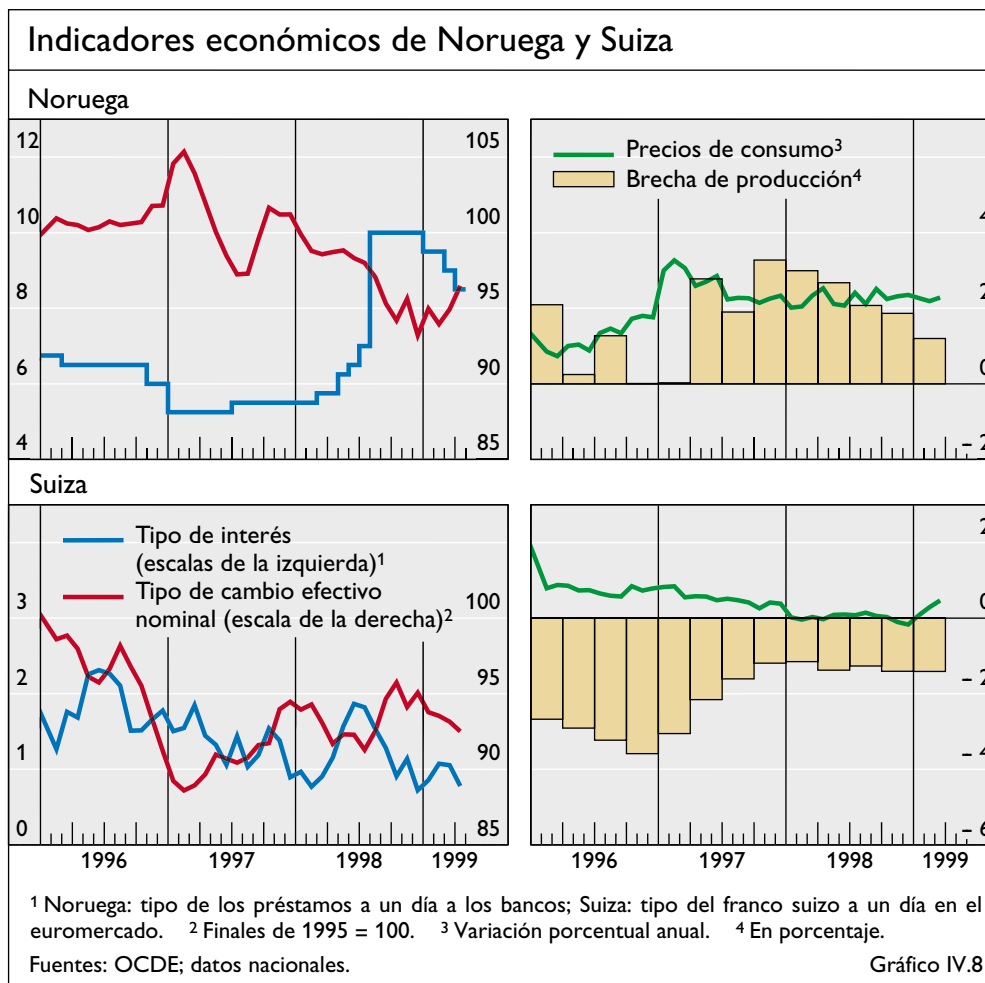
del tipo de cambio con variaciones compensatorias de los tipos de interés a corto plazo para mantener el ICM en el nivel deseado.

Sin embargo, los bancos centrales admiten perfectamente que la política monetaria no debe responder automáticamente a una variación de los tipos de cambio, sino que la respuesta correcta depende de la causa de esa variación: si se debe a cambios económicos reales, las autoridades monetarias no deben reaccionar; en cambio, si obedece a perturbaciones inflacionistas, deben reaccionar. Uno de los problemas de la utilización explícita de un ICM radica en que puede hacer creer a los participantes en el mercado que la política monetaria reaccionará automáticamente a las variaciones del tipo de cambio. El hecho de que la respuesta prevista de la política monetaria no se materialice, puede contribuir entonces a dar la impresión en el mercado de que el banco central ha perdido el control de la situación. Una considerable reducción de los tipos de cambio puede llevar, pues, a esperar nuevas reducciones. En esta situación, el objetivo principal de la política monetaria debe ser mantener la calma en los mercados de divisas. En Canadá, se produjo una situación parecida tras la moratoria rusa, cuando la moneda sufrió fuertes presiones y el Banco de Canadá tuvo que subir los tipos de interés enormemente para restablecer la confianza. Como los operadores tienden a veces a malinterpretar las variaciones del ICM, recientemente tanto el Banco de Canadá como el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia han anunciado que dejarán que el ICM fluctúe dentro de una amplia banda sin que responda la política monetaria.

Las consideraciones relacionadas con los tipos de cambio también influyeron en la gestión de la política monetaria en Suiza durante el periodo examinado. Desde el desmoronamiento del sistema de tipos de cambio fijos a principios de la década de 1970, los ajustes de las carteras provocados por perturbaciones de origen extranjero han generado repetidos episodios de apreciación del franco suizo, los cuales han tendido, a su vez, a frenar la actividad económica en Suiza. La tormenta que estalló en los mercados financieros internacionales durante el otoño de 1998 desencadenó otro episodio de ese tipo. En la situación actual de inflación casi nula y de una considerable brecha de producción, se pensaba que era fundamental oponerse a una apreciación del tipo de cambio para impedir que los precios sufrieran presiones a la baja en una situación de insuficiente crecimiento. El Banco Nacional Suizo respondió a estas variaciones inyectando abundante liquidez y reduciendo el tipo a un día por debajo del 1%, manteniendo así la política monetaria expansiva adoptada en los últimos años.

Aunque la introducción reciente del euro no ha tenido una repercusión inmediata en el tipo de cambio, cualquier variación a más largo plazo del tipo de cambio real entre el franco suizo y el euro podría influir significativamente en la situación económica de Suiza, dadas sus estrechas relaciones comerciales con la zona del euro. El Banco Nacional Suizo ha hecho saber, por tanto, que podría oponerse a esas variaciones, dependiendo de sus causas y su magnitud. Sin embargo, no se considera que sea una opción la fijación permanente del tipo de cambio. Como los mercados financieros esperan aparentemente una apreciación secular del franco suizo, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo provocaría una subida del nivel general de los tipos de interés en Suiza, lo que

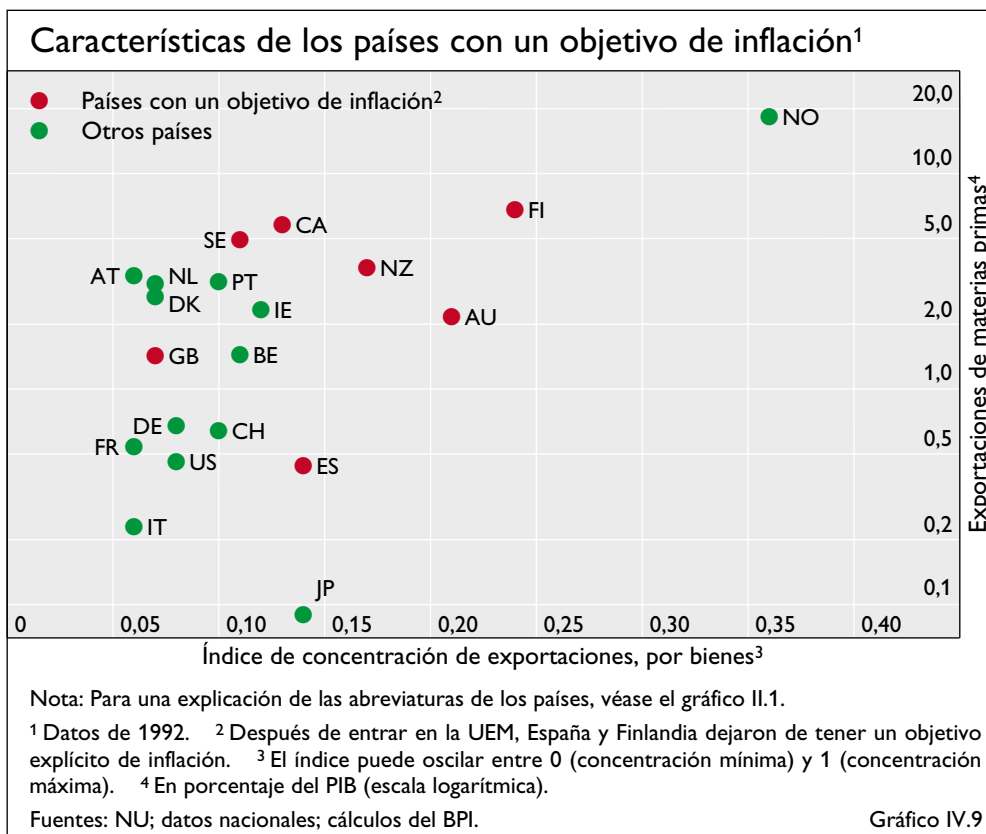
Importancia del
tipo de cambio
para Suiza



tendría consecuencias negativas para los sectores de la economía sensibles a los tipos de interés.

El tipo de cambio y los tipos de interés en Noruega

Las variaciones de los tipos de cambio también desempeñaron un importante papel el año pasado en la determinación de los tipos de interés en Noruega, donde la política monetaria va encaminada a mantener el tipo de cambio frente al ecu/euro dentro de una banda implícita, aunque sin presuponer que esta banda debe mantenerse en cualquier circunstancia. Según las instrucciones dadas por el gobierno al banco central de Noruega, si el tipo de cambio experimentara una notable variación, debería utilizarse la política monetaria para que retornase gradualmente a la banda. Cuando la corona noruega sufrió presiones a la baja en agosto de 1998, al igual que las monedas de otros países en cuyas exportaciones tienen un elevado peso las materias primas, se subieron los tipos de interés 3 puntos porcentuales en varias etapas. En total, se subieron 4,5 puntos porcentuales en 1998 para limitar la depreciación de la corona. Aunque este caso específico de endurecimiento quizá estuviera justificado para impedir que se recalentara la economía, muestra las dificultades que plantea la fijación de un objetivo para el tipo de cambio en los países en los que la relación de intercambio puede experimentar grandes variaciones. De hecho, como sugiere el gráfico IV.9, los países en cuyas exportaciones tienen un elevado peso las materias primas y que están



concentrados en una pequeña variedad de bienes, generalmente han tendido a adoptar un objetivo explícito de inflación. Este enfoque sólo obliga al banco central a responder a las variaciones del tipo de cambio en la medida en que influyan en las futuras presiones inflacionistas.

La política monetaria en condiciones de estabilidad de los precios

La estabilidad de los precios y la probabilidad de que a veces haya que gestionar la política monetaria cuando los precios están bajando realmente, plantean algunas cuestiones a los bancos centrales. Por ejemplo, saber si un objetivo explícito de estabilidad de los precios es útil para impedir que un descenso de éstos conduzca a creer que continuarán descendiendo en el futuro y, en tal caso, averiguar las ventajas respectivas del objetivo de nivel de precios y del objetivo de inflación. También es importante saber si la política monetaria es menos eficaz cuando los precios están bajando (véase el capítulo II para un análisis de las implicaciones que tiene para la política monetaria el aumento de la rigidez de los precios nominales provocada por el descenso de la inflación de los últimos años).

Un importante motivo de preocupación una vez conseguida la estabilidad de los precios es que el descenso de los precios se retroalimente y desencadene una espiral deflacionista. En la coyuntura actual, no parecen existir muchos riesgos de que ocurra algo así. En primer lugar, Australia, Japón, Suecia y Suiza son los únicos países en los que los precios de consumo han bajado recientemente y, en general, sólo durante uno o dos trimestres. Por otra

El riesgo de que se desencadene una espiral deflacionista ...

parte, las medidas de la inflación subyacente normalmente no han sido negativas. En segundo lugar, la reducción de la inflación a un nivel bajo se ha debido en gran parte a un vertiginoso descenso de los precios de las materias primas y del petróleo, lo que ha provocado una reducción de los precios de importación. Dado que estos descensos de los precios reflejan en parte la repercusión de la desaceleración mundial en la demanda de productos básicos, pueden ser temporales. De hecho, el giro de los precios de las materias primas registrado desde principios de 1999 induce a pensar que el proceso puede estar cambiando de sentido. En tercer lugar, durante los últimos años los bancos centrales han dado un peso cada vez mayor al mantenimiento de la inflación en una trayectoria cercana a un objetivo explícito o implícito, y han subrayado la necesidad de responder simétricamente a las variaciones de la inflación por encima y por debajo de este objetivo. En el siglo XX, los casos en los que los precios han bajado bruscamente han estado relacionados directamente con iniciativas de política monetaria. El restablecimiento del patrón oro a los tipos de cambio existentes antes de la guerra en muchos países durante los años 20 y la insatisfactoria política monetaria adoptada durante la Gran Depresión, son casos de los que los bancos centrales probablemente han aprendido importantes lecciones. El hecho de que los bancos centrales de todo el mundo den más peso al mantenimiento de la inflación en un nivel bajo, pero positivo, debería reducir la probabilidad de que ocurran casos de deflación.

... disminuye por el mayor peso dado a la estabilidad de los precios en la política monetaria

Antecedentes históricos

Uno de los problemas que plantea la evaluación de las consecuencias de un descenso de los precios y de sus implicaciones se halla en que no se ha registrado casi ningún caso de este tipo desde el fin de la Segunda Guerra Mundial. Es, pues, necesario examinar los datos de periodos anteriores. El cuadro IV.1 muestra las tasas medias de inflación y las tasas de crecimiento de la producción de 10 países que se remontan a la década de 1880, indicando en columnas distintas los periodos de deflación y el resto. Dado que las perturbaciones transitorias pueden tener una gran repercusión en los niveles de precios, se considera que hay una deflación cuando el IPC baja al menos durante dos años consecutivos. Por otra parte, como los casos de deflación del periodo de entreguerras pueden ser diferentes de los casos anteriores a la Primera Guerra Mundial, el cuadro muestra los periodos 1882–1913 y 1923–39 por separado. Ni que decir tiene que para interpretar el cuadro debe tenerse presente que los datos históricos probablemente son de peor calidad que los modernos y que la estructura de las economías ha cambiado radicalmente en los últimos cien años, ya que la producción de servicios, que puede ser cíclicamente más estable, tiene un peso mucho mayor.

Frecuentes descensos de los precios antes de la Primera Guerra Mundial, sin que se desencadenara una reducción de la producción

El cuadro indica que los periodos de descenso de los precios eran bastante habituales antes de la Primera Guerra Mundial. Y lo que es más sorprendente, el crecimiento de la producción siguió siendo positivo durante estos periodos, si bien menor que en los de subida de los precios. En cambio, en los años de entreguerras los episodios de deflación fueron acompañados de una disminución de la producción real. Sin embargo, este resultado parece

Deflación en perspectiva					
	Periodos de deflación ¹		Otros periodos		Pro memoria: años de deflación
	Precios	Producción	Precios	Producción	
	Crecimiento porcentual anual medio				
1882–1913					
Estados Unidos	-3,7	-1,2	1,4	4,4	5
Japón ²	-3,7	1,8	4,4	2,7	4
Alemania	-2,0	4,0	1,8	2,6	8
Francia	-1,1	2,1	0,2	1,6	2
Italia	-1,2	1,3	1,4	2,2	14
Reino Unido	-3,0	1,4	1,0	1,9	8
Canadá	-4,7	1,1	1,1	4,6	3
Bélgica	-4,2	1,6	1,5	2,1	8
Suecia	-2,8	2,0	2,2	3,3	12
Dinamarca	-3,5	2,8	1,8	3,0	10
Media	-3,0	1,7	1,7	2,8	7
1923–39					
Estados Unidos	-4,2	-3,8	1,8	7,3	8
Japón	-6,7	0,9	5,7	6,6	8
Alemania ³	-6,4	-2,2	1,6	7,1	4
Francia	-5,8	-1,9	10,2	3,7	5
Italia	-5,4	1,1	6,1	3,4	8
Reino Unido	-3,1	0,6	1,9	4,1	9
Canadá	-6,2	-8,6	0,6	6,6	4
Bélgica	-5,6	-1,1	8,7	2,6	5
Suecia	-3,0	2,7	1,5	4,2	8
Dinamarca	-5,0	2,3	3,0	3,5	7
Media	-5,1	-1,0	4,1	4,9	7
1923–39 salvo 1930–33					
Estados Unidos	-1,6	1,1	1,8	7,3	4
Japón	-4,2	0,5	6,3	7,9	6
Alemania ⁴	-	-	1,6	7,1	0
Francia	-6,1	-1,8	11,1	4,4	2
Italia	-5,5	3,1	6,1	3,4	4
Reino Unido	-2,3	1,8	1,9	4,1	5
Canadá	-	-	0,6	6,6	0
Bélgica	-3,8	1,3	9,6	2,7	2
Suecia	-3,3	5,9	1,5	4,2	4
Dinamarca	-5,8	3,0	2,9	3,5	4
Media	-4,1	1,9	4,4	5,1	4

¹ Se considera que hay deflación cuando los precios bajan como mínimo durante dos años consecutivos. ² 1885–1913. ³ 1926–38. ⁴ 1926–29 y 1934–38.

Fuentes: B.R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975. Cuadro IV.1

que se debe enteramente a la Gran Depresión. Como es razonable pensar que ésta fue provocada o exacerbada por errores de la política monetaria, es interesante observar que, si se prescinde de los años 1930–33, las tasas de crecimiento de la renta también fueron positivas, en promedio, durante otros episodios de descenso de los precios del periodo de entreguerras. Esta

La Gran Depresión fue una excepción

evidencia histórica induce a pensar, pues, que la idea de que la deflación reduce el nivel de producción se debe en gran parte a la experiencia de la Gran Depresión.

Es interesante elaborar hipótesis sobre las razones por las que los periodos de descenso de los precios no han ido acompañados de una reducción de la producción, salvo en el episodio de principios de los años 30. Hay dos explicaciones posibles. Dado que los descensos de los precios pueden deberse a una contracción de la demanda agregada o a una expansión de la oferta agregada, la primera posibilidad es que los periodos de descenso de los precios hayan ocurrido históricamente en un momento en el que la oferta agregada evolucionaba de una manera relativamente favorable. Piénsese en los casos de difusión de nuevas tecnologías como el ferrocarril y la electrificación a finales del siglo XIX y, más recientemente, la informática y las telecomunicaciones. La segunda explicación consiste en que los precios no bajaron durante mucho tiempo o lo suficiente para hacer creer que seguirían haciéndolo en el futuro. Esta conjetura la confirma el hecho de que los tipos de interés a largo plazo no bajaron mucho, por lo general, durante los periodos de descenso de los precios, salvo durante la Gran Depresión, debido probablemente a que los operadores de los mercados financieros creyeron que se trataba de un fenómeno temporal.

Anclaje de las expectativas

La importancia de anclar las expectativas

La hipótesis de que la Gran Depresión se agudizó por la tendencia del descenso de los precios a llevar a creer que seguirían descendiendo en el futuro, induce a pensar que es importante para los bancos centrales tratar de anclar las expectativas sobre la inflación en un bajo nivel, con el fin de que sean menos sensibles a la evolución de la economía. Por otra parte, en la medida en que la fijación de los precios dependa de las expectativas sobre su futura evolución, resulta útil anclar las expectativas a largo plazo, en el sentido de que puede reducirse la repercusión de una recesión económica en los precios.

¿Objetivo de nivel de precios u objetivo de inflación?

Una posible manera de impedir que un descenso de los precios conduzca a esperar nuevas bajadas es la adopción por parte del banco central de una definición numérica de la estabilidad de los precios. Recientemente, varios bancos centrales han fijado un objetivo explícito de inflación, que constituye el eje de su política monetaria. Sin embargo, en las situaciones en las que lo que se pretende es contrarrestar los descensos del nivel de precios, cabe preguntarse si tiene ventajas la adopción de un objetivo explícito (que podría elevarse con el paso del tiempo) para el nivel de precios. Una de las diferencias entre un objetivo de inflación y un objetivo de nivel de precios se halla en que el segundo obliga al banco central a contrarrestar las pasadas desviaciones con respecto al objetivo, mientras que el primero no lo hace. Esta diferencia podría ser importante en una situación en la que los precios bajaran inesperadamente. Con un objetivo de inflación, el banco central no tiene más que restablecer la inflación en la banda correcta. En cambio, con un objetivo de nivel de precios, también tiene que contrarrestar el hecho de que los precios no hayan alcanzado el objetivo. Por consiguiente, un descenso inesperado del nivel de precios podría hacer que la tasa esperada de inflación a corto plazo fuera más

alta con un objetivo de nivel de precios que con un objetivo de inflación, lo cual implica a su vez que los tipos de interés reales esperados podrían ser más bajos con un objetivo de nivel de precios que con un objetivo de inflación y la política monetaria podría ser más expansiva. Esos argumentos pueden explicar por qué el único caso en que un banco central ha adoptado un objetivo explícito de nivel de precios —cuando el Sveriges Riksbank abandonó la paridad de su tipo de cambio en 1931—, ocurrió en una situación en la que la principal tarea de la política monetaria era contrarrestar las tendencias deflacionistas.

Naturalmente, cualquiera que sea el objetivo adoptado, debe considerarse creíble para que sea eficaz. Esto induce a pensar que sería preferible introducirlo mucho antes de que se diera un episodio de descenso de los precios. Si se anunciara un objetivo explícito una vez que el nivel de precios ya sufre fuertes presiones a la baja, las autoridades correrían el riesgo de no poder cumplir su compromiso.

Importancia de la credibilidad

Implicaciones de una inflación baja para la política monetaria

Se admite, en general, que el mantenimiento de la inflación en un nivel muy bajo favorece el crecimiento económico y que, por lo tanto, es deseable. Sin embargo, el hecho de que algunos países hayan conseguido unas tasas de inflación cercanas a cero induce a pensar que, en el futuro, los bancos centrales pueden experimentar más a menudo breves episodios de descenso de los precios. Un posible motivo de preocupación en este contexto es la posibilidad de que los salarios nominales sean rígidos a la baja. De ser así, un descenso del nivel de precios podría elevar los salarios reales y reducir el empleo y la actividad económica. El segundo motivo de preocupación se debe a que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos. Si se produjera una perturbación que frenara la demanda y los precios comenzaran a bajar, los tipos de interés reales subirían, lo que podría reducir aún más la demanda agregada.

La posible rigidez a la baja de los salarios nominales ...

Aunque la evidencia empírica sobre la rigidez de los salarios nominales a la baja no es en modo alguno clara, hay al menos dos razones por las que no debe exagerarse la importancia de esa posible rigidez. Dado que en el pasado reciente raras veces se han registrado episodios de descenso de los precios, no es sorprendente que las reducciones de los salarios nominales hayan sido excepcionales. Si las tasas medias de inflación siguieran siendo próximas a cero durante largos periodos de tiempo, la flexibilidad a la baja de los salarios nominales podría muy bien aumentar. Por otra parte, el hecho de que los costos laborales unitarios puedan disminuir, aun cuando los salarios nominales se mantengan constantes, siempre y cuando la productividad esté aumentando, resta importancia a la posibilidad de que los salarios nominales sean rígidos a la baja.

... no debe exagerarse

Tampoco está claro que la eficacia de la política monetaria sea menor —y, en caso de serlo, cuánto— en las situaciones de descenso de los precios, debido a que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos. Es probable que los tipos de interés reales a largo plazo esperados sean más importantes en el mecanismo de transmisión que los tipos reales a corto

Los tipos de interés nominales no pueden ser negativos

plazo realizados. Como ya se ha señalado, es probable que los episodios de descenso de los precios sólo deban ser preocupantes cuando duren lo suficiente como para llevar a esperar nuevos descensos. También es necesario tener presente que la política monetaria afecta a la demanda agregada no sólo a través de los tipos de interés reales, sino también a través de los tipos de cambio y de la disponibilidad de crédito. La reducción de los tipos de interés a corto plazo nominales a cero puede muy bien bastar para estimular la demanda depreciando la moneda, siempre, por supuesto, que esta estrategia sólo sea seguida por uno o unos cuantos bancos. Por último, es probable que las medidas monetarias que tratan de reducir las restricciones crediticias sean eficaces, incluso si los tipos de interés nominales son cercanos a cero.

Sin embargo, los casos de descenso prolongado del nivel de precios constituyen un grave problema en la medida en que afectan a los precios de los activos. Especialmente preocupantes en este contexto son las caídas del valor de los activos utilizados como garantía en los préstamos bancarios. Dado que los precios de los activos están relacionados inversamente con los tipos de interés reales, una subida de los tipos de interés reales provocada por un episodio deflacionista podría tener una gran repercusión en el valor de la garantía y provocar así un endurecimiento de las condiciones crediticias, lo cual, a su vez, podría reforzar las presiones favorables a la recesión. Como sugiere la experiencia japonesa reciente, en la que el descenso experimentado por los precios desde principios de los años 90 ha debilitado la fuerza del sistema bancario, una reducción clara del nivel de precios podría muy bien influir en la situación económica, sobre todo a través de su repercusión en el sistema bancario.