

Documentos de trabajo

Nº 6 año 2010

# REGÍMENES MONETARIOS Y FUNCIONAMIENTO MACROECONÓMICO

*Una revisión crítica del vigente régimen monetario de metas de inflación ante la actual crisis financiera*

**Joaquín Zamorano Valiña**

CUNEF  
Colegio Universitario de Estudios Financieros

Entidad Titular: Asociación Española de Banca (AEB)  
Centro adscrito a la Universidad Complutense de Madrid

C/Serrano Anguita, 8, 9 y 13 • 28004 MADRID  
Telf.: 902 21 00 91 • Telf.: 91 448 08 92  
[www.cunef.edu](http://www.cunef.edu) • e-mail: [info@cunef.edu](mailto:info@cunef.edu)

CUNEF Publicaciones tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en CUNEF, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en CUNEF Publicaciones son responsabilidad de los autores y, por lo tanto, no necesariamente coinciden con las de CUNEF.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro siempre que se cite la fuente.

© Documentos de trabajo, CUNEF 2010

# ÍNDICE

<b>01.</b>	Los Regímenes Monetarios.....	<b>2</b>
1.	Introducción General.....	2
<b>02.</b>	Clasificación y Características de los Regímenes Monetarios .....	<b>3</b>
1.	Definiendo un Régimen Monetario.....	3
2.	Criterios de Clasificación .....	4
3.	Características de los Diferentes Regímenes Monetarios .....	5
4.	Elección de un Régimen Monetario .....	6
5.	Primeras Conclusiones .....	7
<b>03.</b>	Fundamentos de de las Metas de Inflación.....	<b>9</b>
1.	Definiendo una Meta de Inflación.....	9
2.	Fundamentos Teóricos de las Metas de Inflación .....	9
<b>04.</b>	Los Riesgos de las Metas de Inflación (I).....	<b>12</b>
1.	Diseñando una Meta de Inflación.....	12
2.	Riesgos Generales.....	12
3.	Primer Riesgo: La Trampa de la Deflación .....	13
<b>05.</b>	Los Riesgos de la Meta de Inflación: el Olvido de otros Objetivos .....	<b>19</b>
1.	La Supremacía de la Estabilidad de Precios .....	19
2.	¿Cuál Índice Utilizar? .....	19
3.	Estabilidad de Precios frente a Estabilidad económica: ¿Son Complementarios? .....	20
4.	¿O Sustitutivos?.....	21
5.	Estabilidad de Precios y Precios de las Viviendas.....	22
6.	Estabilidad de Precios y Estabilidad Financiera .....	23
7.	Metas de Inflación y supervisión Bancaria .....	25
<b>06.</b>	Resumen y Conclusiones.....	<b>26</b>
	<b>B</b> ibliografía.....	<b>27</b>
	<b>B</b> iografía del Autor .....	<b>28</b>

# 01 | Los Regímenes Monetarios

## 1. Introducción General

Los regímenes monetarios constituyen uno de los mayores condicionantes del funcionamiento macroeconómico de una economía. Y aunque su elección resulta neutral a largo plazo, en el sentido de que no tiene influencia sobre los valores de equilibrio de las variables reales, a corto plazo la elección de un régimen monetario es determinante para la evolución macroeconómica de los países, pues los mecanismos de ajuste de las economías están basados, en buena parte, en las características que incorporan y definen los diferentes regímenes monetarios.

Como consecuencia, un mismo *shock* puede tener consecuencias muy diferentes dependiendo de cuales sean las reglas monetarias vigentes. Y al mismo tiempo, no a todos los países les conviene el mismo régimen monetario, a pesar de que el proceso de liberalización financiera apunte hacia esa dirección. Su elección resulta, por tanto, clave para conocer como funciona una economía desde el punto de vista macroeconómico.

Dos son las ideas motrices de este trabajo. La primera se refiere al hecho de que a pesar de la importancia de los regímenes monetarios, su adopción se produce, en la mayoría de los casos, inmediatamente después del colapso del anterior régimen monetario y, por tanto, obedeciendo más al objetivo de evitar las consecuencias de ese colapso que al resultado de un análisis previo, científico y sosegado, que mostrase la necesidad de cambiar de régimen ante el evidente deterioro registrado por el antiguo régimen monetario y/o su manifiesta incapacidad de enfrentarse a las circunstancias cambiantes. Como resultado, muchos de los regímenes monetarios tienen un horizonte temporal muy pequeño y lo que es peor, en muchas ocasiones no son sino el embrión de la siguiente crisis financiera cuando su elección no fue la más conveniente para las economías en cuestión.

La segunda idea se basa en la convicción de que estamos a las puertas de un cambio de régimen monetario en los países más desarrollados. La actual crisis financiera ha cuestionado, entre otras muchas cosas, los dogmas macroeconómicos hasta ahora vigentes. En este sentido, y cuando las actuales urgencias lo permitan, será necesaria una profunda revisión de la ortodoxia monetaria utilizada hasta la aparición de la crisis, de las razones por las que se eligieron y hasta qué punto los regímenes monetarios existentes, y en especial el de las metas de inflación, pudieron contribuir a la gestación y desarrollo de la citada crisis financiera. No es de recibo que, por ejemplo, los Bancos Centrales (BBCC) más importantes se congratularan a lo largo de los años previos a la crisis por haber alcanzado los objetivos de inflación propuestos (en términos del IPC), mientras que permitían la aparición y desarrollo de las burbujas en los mercados de bolsa y de la vivienda y, en definitiva, la acumulación excesiva de deuda del sector privado y unos niveles de apalancamiento inaceptables en el sector financiero. Será necesario, por tanto, analizar si este régimen monetario, el de las metas de inflación, será el más adecuado para el nuevo sistema económico que se está generando y evitar, de esta forma, que se vuelvan a cometer los mismos errores que en anteriores cambios de regímenes monetarios.

El trabajo forma parte de una investigación más amplia que analiza el funcionamiento macroeconómico y los regímenes monetarios desde el patrón oro. Por razones de interés actual se ha restringido a las metas de inflación y la actual crisis financiera. El trabajo tiene seis capítulos incluyendo esta introducción. En el capítulo 1 se presentan los regímenes monetarios actualmente disponibles a las economías, así como sus características más importantes. El criterio clasificador es el grado de compromiso y discrecionalidad que ofrecen. El capítulo 2 recoge los fundamentos teóricos del régimen monetario más utilizados por los países industrializados y por los más importantes de los emergentes en los últimos años como es el de las metas de inflación, como son la ausencia de trade-off a largo plazo entre la inflación y desempleo y el problema de la incoherencia temporal de los Bancos Centrales (BC). Los capítulos 3 y 4 analizan las ventajas, riesgos y dificultades de las metas de inflación y su responsabilidad en la actual crisis financiera. El capítulo 5 valora otros objetivos posibles de los Bancos Centrales y el capítulo 6 se recogen las conclusiones más importantes.

## 02 | Clasificación y Características de los Regímenes Monetarios

### 1. Definiendo un Régimen Monetario

Por régimen monetario se entiende “las restricciones o límites impuestos por la costumbre, las instituciones o la idiosincrasia sobre las capacidades de las autoridades monetarias para influir la evolución de los agregados monetarios” (Bordo y Schwartz, 1995). Los diferentes regímenes monetarios se definen de acuerdo al compromiso y a la discrecionalidad que otorgan a las medidas disponibles. Y ese compromiso y esa discrecionalidad vienen dados por el anclaje nominal del régimen monetario elegido y por su claridad.

Un anclaje nominal es una variable que se anuncia públicamente como objetivo para la conducción de la política monetaria. Un anclaje nominal fortalece la estabilidad de precios al restringir el valor del dinero y por tanto, reduciendo las expectativas de inflación. Los anclajes monetarios potencialmente disponibles son los siguientes:

- Aquellos basados en la convertibilidad de una materia prima, como el oro o la plata
- la moneda de otro país
- una moneda común en una unión monetaria
- un objetivo monetario
- un objetivo de tipo de cambio
- una meta u objetivo de inflación

La segunda característica de un anclaje utilizado por los diferentes regímenes monetarios es la claridad. Por claridad del anclaje se entiende el grado de transparencia y responsabilidad del compromiso incorporado en el anclaje elegido. La transparencia y la responsabilidad son características importantes para un número cada vez un mayor de países debido a la popularidad que ha alcanzado el anclaje consistente en fijar unos objetivos o metas de inflación. La existencia de desfases temporales desde que se decide cambiar el carácter de una determinada política monetaria hasta su impacto sobre la inflación, complica la supervisión y seguimiento del compromiso de este tipo de régimen monetario. No es de extrañar, por tanto, la exigencia de elevados grados de transparencia y responsabilidad en estos anclajes nominales, tareas que se han visto facilitadas por la mayor independencia de los BC en estos últimos años lo que les ayuda para aislarse de las presiones políticas.

Por último, cabe señalar que objetivos referentes al nivel de producción y a la estabilidad financiera no son usados para definir un régimen monetario debido, fundamentalmente, a que no gozan precisamente de la suficiente transparencia. Esto no implica que la mayoría de los BBCC puedan en mayor o menor medida tener en cuenta la estabilidad del *output* e, incluso, que la estabilidad financiera pueda convertirse en el principal centro de atención de los BBCC, como se está viendo desde que comenzó la actual crisis financiera. En cualquier caso, ningún BC ha cuantificado nunca un compromiso respecto a la estabilidad del *output* u otro objetivo de la misma forma en que lo anuncian y mantienen para un anclaje nominal. Sin embargo, no debe descartarse que después del debate post-crisis sobre regímenes monetarios, estos criterios se vean corregidos y/o sustituidos.

## 2. Criterios de Clasificación

La esencia de cualquier régimen monetario viene dada por el equilibrio que ofrezca entre el compromiso y la discrecionalidad de las acciones de sus autoridades. Un régimen que ofrezca una combinación adecuada de estas dos características estará, sin duda, contribuyendo de la mejor forma a que la política monetaria alcance sus objetivos básicos, como son la estabilidad de precios y la provisión de un contexto adecuado para que la economía obtenga un crecimiento estable a largo plazo. Y el compromiso y la discrecionalidad de un régimen monetario se forman por el anclaje nominal elegido. De hecho, los regímenes monetarios pueden clasificarse de acuerdo a la elección y la claridad del anclaje nominal utilizado. Este criterio lleva a considerar los siguientes regímenes monetarios:

- Aquellos que no ofrecen en absoluto una Autonomía Monetaria
- Los que remiten las vicisitudes de su moneda a las de otra moneda que ofrezca una elevada tradición antiinflacionista
- Los que utilizan una Meta de Inflación con plena responsabilidad
- Los que usan un Anclaje Implícito de Estabilidad de Precios
- Aquellos que se basan en una Meta de Inflación de Bajo Perfil
- Los que definen un Anclaje Débil
- Los que discurren a través de un Anclaje Monetario

Cabe señalar que estos dos últimos regímenes, los que se basan en un anclaje débil y monetario, no son ya utilizados por los mayores y principales países desarrollados y se muestran sólo a efectos expositivos.

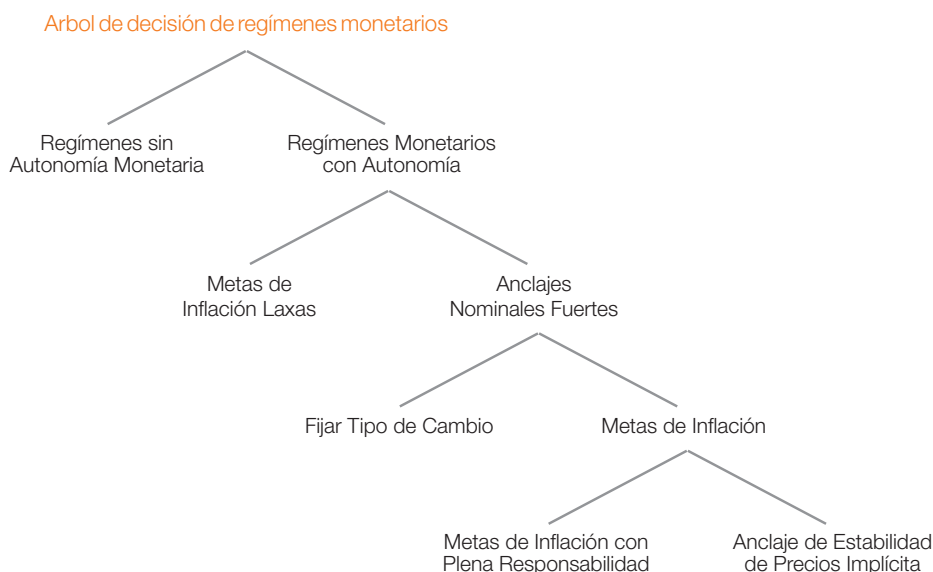
Como se puede observar, esta clasificación captura diferentes combinaciones de compromiso y discrecionalidad. Cabe señalar que en últimos 15 años los BBCC han sido más proclives a elegir regímenes monetarios que incorporan menos discrecionalidad y más compromiso. De hecho, en este periodo el número de países que presentan una autonomía monetaria se han doblado mientras que los que mantenían un anclaje de tipo de cambio se han reducido, pasando de representar un 50% a situarse en menos de un 20%, mientras que las adopciones de anclajes en forma de metas de inflación con pleno compromiso pasaron de representar el 0% a situarse en más de un 30%.

Las diferencias en la composición de los regímenes monetarios dependen también de cómo sea el país en consideración. De hecho, determinados estudios empíricos muestran que la elección de un régimen monetario tiene en cuenta las circunstancias estructurales e históricas del país. Así, la adopción de regímenes que incorporan una dependencia monetaria obedece, en general, a un intento por parte de sus autoridades de evitar los efectos de la inestabilidad de precios generada por los excesos bajo regímenes monetarios anteriores. El deterioro de la credibilidad del anterior régimen monetario es, en estas circunstancias, tan grande, que su continuidad es imposible y lleva a que la mejor y acaso única forma de restaurarla en un tiempo reducido es mediante la adopción de un régimen monetario que excluya a las autoridades monetarias internas del proceso de creación de dinero nacional y dependa, por el contrario, del régimen monetario existente en otro país con alta credibilidad antiinflacionista. Por su parte, las metas de inflación de bajo perfil, es decir, sin asumir sus plenas exigencias, es adoptado por países que presentan unos reducidos niveles de PIB per cápita, unos sectores financieros muy poco desarrollados y una tradición inflacionista evidente en relación a los países que adoptan anclajes de tipos de cambio o monetarios. Los anclajes de tipo de cambio se adoptaban por países pequeños, dependientes del mercado extranjero, pocos desarrollados, con unos sectores financieros poco profundos y una reciente experiencia inflacionista respecto a los países que adoptan los regímenes de metas de inflación plenos o anclajes implícitos de precios. Por último, los países que deciden adoptar un anclaje de una estabilidad de precios implícito suelen ser países grandes, con un elevado nivel de desarrollo y con sistemas financieros más activos y profundos que aquellos países que adoptan un anclaje en forma de metas de inflación con plenas exigencias.

### 3. Características de los diferentes Regímenes Monetarios

El criterio para la elección de un régimen monetario es aquel que mejor contribuya a un crecimiento económico alto y estable, teniendo en cuenta las propias circunstancias de la economía. De nuevo se parte de que la mejor contribución a este objetivo es el logro y mantenimiento de la estabilidad de precios. Y que se valora que los regímenes monetarios incorporen una cierta discrecionalidad para aliviar las consecuencias de posibles perturbaciones imprevistas sobre el output, así como utilizar políticas de estabilización financiera para tratar con los riesgos sistémicos que podrían incidir sobre el sector real.

El proceso de elección se analizará de acuerdo al siguiente árbol de decisión binario.



#### Primer nudo: Autonomía monetaria

La primera decisión lógica que cualquier país debe plantearse es si desea tener o no una moneda nacional independiente; es decir, si desea disfrutar de autonomía monetaria. Obviamente, el prerrequisito fundamental para la autonomía monetaria es si se dispone de una infraestructura para mantener dicha autonomía monetaria. Si se dispone de dicha infraestructura, entonces hay que considerar si ese régimen monetario es el más adecuado para sostener un alto y estable crecimiento económico.

La principal desventaja de no disponer de autonomía monetaria es que no proporciona discrecionalidad alguna a la política monetaria y, por tanto, no puede ser utilizada para fines estabilizadores de la economía a corto plazo, al tiempo que dispone de una panorámica más reducida para tratar episodios de inestabilidad financiera<sup>1</sup>.

Por el contrario, la principal ventaja de un régimen sin autonomía monetaria es que puede usarse como un medio de ganar credibilidad en países que vienen con registros de inestabilidad monetaria importantes.

Todas estas consideraciones sugieren que la elección de un régimen monetario, tanto si ofrece autonomía monetaria como si no, depende de la inestabilidad de precios que presente y del grado de vulnerabilidad que la economía muestre a las perturbaciones. Si la inestabilidad de precios es extrema, y se traduce en una fuerte variabilidad del tipo de cambio, es razonable la disposición de muchos países a ceder todos los beneficios que supone una política monetaria independiente.

<sup>1</sup> Aunque en un *Currency Board* pueden establecerse determinados acuerdos para la emisión de dinero en cantidades limitadas con fines de proporcionar liquidez a bancos en apuros.

## Segundo nudo: Metas de inflación laxas o anclajes nominales fuertes

Por anclajes nominales fuertes se consideran aquellos que utilizan la referencia de otra moneda para la suya propia (*exchange rate peg*), los que utilizan una meta de inflación con todas las consecuencias y los que establecen un anclaje implícito de estabilidad de precios. La primera consideración es conocer si el país goza de la credibilidad necesaria para establecer un compromiso de anclaje fuerte.

Los análisis estadísticos sugieren que los países que han venido eligiendo metas de inflación laxas son países poco desarrollados, como indican sus reducidos niveles de PIB per cápita, vulnerables a *shock* de origen externo, como por ejemplo, en países altamente dolarizados o muy dependientes del comercio externo. Y, por último, con una muy reducida credibilidad antiinflacionista.

## Tercer nudo: Tipo de cambio o metas de inflación con plenas exigencias

Aquellos países que desean autonomía monetaria y no eligen un régimen monetario consistente en una meta de inflación laxa, disponen de los siguientes regímenes monetarios: referenciar su tipo de cambio a la evolución de una moneda extranjera, adoptar una meta de inflación con plenas exigencias o, por último, adoptar un anclaje de estabilidad de precios implícita. Los dos últimos son los que realmente se denominan regímenes monetarios con anclajes fuertes.

El grado de apertura de la cuenta financiera de la balanza de pagos ha sido uno de los principales elementos para la elección del *peg exchange rate*, ya que países abiertos son más susceptibles a registrar ataques especulativos. En los últimos tiempos, también ha recibido atención al grado de exposición de los balances empresariales al tipo de cambio y al riesgo de liquidez que aumenta el coste de defensa de un tipo de cambio objetivo. Por tanto, países que presenten cuentas de capitales de la balanza de pagos muy abiertas y un grado de exposición significativo, es conveniente que no adopten un anclaje nominal del tipo de cambio. Por el contrario, países que presentan un PIB explicado en buena parte por el comercio denominado en moneda extranjera, pueden encontrar ventajoso anclar su política monetaria a una moneda extranjera.

Y países grandes, con elevados niveles de PIB per cápita y sectores financieros profundos y desarrollados, prefieren como anclaje fuerte el establecimiento de metas de inflación.

## Cuarto nudo: Metas de inflación con plena responsabilidad y anclaje de estabilidad de precios implícita

Esta es la elección final. Aquellos países con anclaje de estabilidad de precios implícita pero que no explicitan su compromiso en forma de una determinada tasa de inflación porque al hacerlo piensan que esto supondría reducir su flexibilidad respecto a alcanzar otros objetivos, como la estabilidad del *output*. Se considera tal opción permite a los respectivos BBCC vivir en el mejor de los mundos: estabilidad de precios y discrecionalidad para atender otros objetivos. Estos países suelen ser grandes, muy desarrollados y presentan sistemas financieros muy profundos, como recogen las ratios de stock del dinero al PIB y el grado de capitalización de los mercados de activos de renta variable, sino que además son muy activos, como señalan los volúmenes de transacciones de estos mercados. Esta mayor dinámica de los mercados financieros proporciona economías de escala e incentivos financieros para el seguimiento de los BBCC por parte de los mercados. Por el contrario, países con mercados poco profundos y metas de inflación con plena responsabilidad necesita una responsabilidad formal.

## 4. Elección de un Régimen Monetario

Una vez descritos los diferentes regímenes monetarios disponibles, resulta esclarecedor mostrar las razones por las cuales colapsan y son sustituidos. Y aunque las razones son múltiples y complejas, obedecen a dos razones fundamentales que conviene llevar a lo largo de nuestro trabajo:

O bien se deben al llamado problema del *n-1* o el incumplimiento de las reglas del juego por parte de los países implicados en el régimen monetario

O se origina por el problema del ajuste, es decir, ante una perturbación, la imposibilidad de estos regímenes monetarios de ofrecer un mecanismo de ajuste que vuelva a situar a la economía en el equilibrio inicial. Imposibilidad

que viene determinada por la rigidez de precios y salarios de las economías en cuestión. Cuanto mayor sea esa rigidez, mayor será la necesidad de utilizar el tipo de cambio para realizar el ajuste y, por tanto, de una forma más rápida e intensa aparecerán los problemas de credibilidad en estos regímenes monetarios. Las autoridades se verán situadas ante un dilema: si desean atemperar las consecuencias del *shock* sobre la producción y el empleo, será a costa de empeorar la situación exterior y si es esta la que desean mejorar, será a costa de empeorar la economía real. Cualquiera que sea la decisión, estos regímenes monetarios colapsarán.

## 5. Primeras Conclusiones

La ortodoxia monetaria vigente en estos últimos años se basaba en el convencimiento de que alcanzar la estabilidad de precios era la mejor contribución que un BC puede ofrecer para el crecimiento y buen funcionamiento de una economía y, por tanto, era básico acertar con la elección del anclaje nominal.

Los beneficios de un adecuado anclaje nominal son varios.

- El primero, para el público en general, que le ayuda a clarificar el objetivo del BC y sirve para explicar las razones de un posible cambio en el futuro.
- Para el propio BC, porque le ayuda a centrarse en su objetivo y no desperdigarse en otros.
- Asimismo, un anclaje nominal creíble ayuda a centrar las expectativas del público sobre el objetivo político y, por tanto, facilitar la consecución de ese objetivo. En países en que el objetivo final de la política monetaria sea una inflación reducida y estable, el anclaje nominal creíble ayuda a fijar las expectativas de inflación a plazos más dilatados.

Como se sabe, históricamente el anclaje nominal más común ha sido ligar el valor de una moneda al oro (patrón oro) o a otra moneda más importante, como lo fue la libra esterlina o el dólar estadounidense. Después del colapso de Bretton – Woods y el fuerte incremento de la inflación en la primera mitad de la década de los años setenta del pasado siglo, los países industrializados se adentraron en una búsqueda de anclajes nominales alternativos. O lo que es igual, de regímenes monetarios adecuados.

Al principio, muchos de estos países utilizaron un régimen monetario basado en un anclaje a un agregado monetario en el convencimiento de que controlando la tasa de crecimiento de un agregado monetario elegido previamente les posibilitaría controlar el gasto nominal y, a medio plazo, lograr una inflación reducida. Desafortunadamente, este régimen monetario no resultó exitoso por una serie de razones, cabiendo destacar la falta de estabilidad de la demanda de dinero ante el aluvión de innovaciones financieras que en esos tiempos se estaba produciendo y de la desregulación financiera. Estos factores determinaron importantes cambios en la forma en que el público mantenía sus activos financieros y, por tanto, afectando a la forma en que se medía el dinero.

A mediados de los años ochenta del último siglo, era evidente que los agregados monetarios habían fracasado como anclajes nominales utilizados por parte de los BBCC. La desregulación financiera antes comentada suponía también la dismantelación de los controles de cambio y, por tanto, la consideración de que el tipo de cambio venía determinado más por las operaciones financieras que por las comerciales. Además, se estaban considerando la posibilidad de crear mercados únicos como primera etapa para posteriores uniones monetarias. Parecía sugerente utilizar el tipo de cambio, tanto para evitar su excesiva volatilidad, como para hacer público que las mejoras de competitividad se lograrían a través de reducciones de costes y precios y no por devaluaciones con la intención de empobrecer al vecino. El fijar el tipo de cambio fue el régimen monetario de finales de los ochenta y primeros de los noventa en muchos. Inflaciones elevadas y volátiles, este tipo de acuerdos resultaban insuficientes para convencer al público de que las autoridades monetarias estaban realmente comprometidas con la estabilidad de precios y algunos países prefirieron bien eliminar su autonomía monetaria a través de adoptar tipos de cambio fijos o, incluso, eliminar las funciones de creación del dinero al BC, con los Currency Board (Argentina).

Otros países, (inicialmente Nueva Zelanda y Canadá) comenzaron a anunciar el compromiso explícito a una senda cuantitativa para la inflación futura se contempló como un mecanismo que podría ayudar al BC a lograr alcanzar sus objetivos de reducción de la inflación.

Los ataques especulativos a las monedas con tipos de cambio fijos en la década de los noventa (México, 1991, SME, 1992, Crisis del Sudeste Asiático, 1997 y Rusia en 2000) determinaron que los países se adhirieran a nuevo régimen monetario, como la meta de inflación y erigirle como elemento central de su estrategia.

En definitiva, con la pérdida del anclaje del tipo de cambio y en circunstancias donde los agregados monetarios no ofrecían más que inestabilidad, las metas de inflación apareció como el único régimen monetario disponible.

En la actualidad, ningún país industrializado está utilizando agregado monetario alguno como anclaje nominal de su régimen monetario y hay poca probabilidad de que esto cambie en el futuro. En lo que respecta a los anclajes proporcionados por los tipos de cambio, la inmensa mayoría de los países industrializados disfrutan flexibilidad cambiaria o forman parte de unión monetaria cuyo BC deja flotar su moneda. Muchos, pero no en todos, de estos países mantienen un objetivo de inflación como anclaje de su régimen monetario. Otros, como Estados Unidos y Japón, están comprometidos con el logro de una inflación reducida pero han adoptado, como se verá más adelante, una aproximación más cualitativa, sin presentar un objetivo cuantitativo.

En los países emergentes la situación es más variada. Algunos todavía siguen utilizando agregados monetarios como anclaje de su régimen monetario, acaso porque no tienen todavía la capacidad de introducir un objetivo de inflación. Otros utilizan alguna forma de fijación del tipo de cambio, como, por ejemplo, los más reducidos, que han adoptado versiones extremas en cuanto a fijar el tipo de cambio, como son la utilización de la moneda de otro país para la mayoría de sus transacciones (dolarización o "eurorización"), un *currency board* o participación en alguna unión monetaria. En otros países, han adoptado versiones más ligeras de la fijación del tipo de cambio.

## 03 | Fundamentos de las Metas de Inflación

### 1. Definiendo una Meta de inflación

¿Cuáles son las características más importantes de un régimen monetario como el de las metas de inflación? La literatura al uso está llena de referencias a esta cuestión, y la pregunta puede parecer ociosa. Dos consideraciones justifican la revisión de los fundamentos de este régimen monetario vigente en la mayoría de los países en estos últimos años: la primera, nace del hecho de que ahora la inflación está disminuyendo, siendo incluso negativa en algunos países, lo que exige conocer la forma en que la meta de inflación se comporta y la segunda, es el intento de responder por su posible contribución a la génesis de la actual crisis financiera, máxime teniendo en cuenta que, como se verá más adelante, la adopción de este régimen monetario no fue tanto el resultado de una valoración previa, como el que se erigió en el único régimen disponible.

Así, Bernanke y otros (1999) mantienen que la meta de inflación es un régimen monetario caracterizado por:

- a) El anuncio público de objetivos cuantitativos referidos a la inflación a lo largo de un año o más
- b) El reconocimiento explícito de que el objetivo explícito a largo plazo de la política monetaria es una inflación reducida y estable
- c) Una intencionalidad de comunicar al público los planes y objetivos de las autoridades monetarias (en muchos casos)
- d) Mecanismos que fortalecen la responsabilidad del BC por alcanzar esos objetivos
- e) Una estrategia de información que incluye muchas variables además de las monetarias o del tipo de cambio para decidir cuál instrumento de política se utilizará

En cualquier caso, lo destacable es que engloba mucho más que un mero anuncio público de un objetivo numérico para la inflación, anuncio que debe distar mucho de ser rutinario y, que no hay que olvidar que su aceptación se debe no tanto como una decisión fruto de un análisis previo, sino que fue más bien el resultado de un proceso de eliminación de los regímenes monetarios disponibles.

### 2. Fundamentos teóricos de las Metas de inflación

A pesar de que la meta de inflación fue el régimen monetario elegido de las autoridades económicas y monetarias como una solución práctica ante el vacío existente como consecuencia de los fracasos de los regímenes anteriores ante la presencia de elevadas inflaciones y alta volatilidad del PIB, su aparición y aceptación se vieron facilitados por dos desarrollos teóricos:

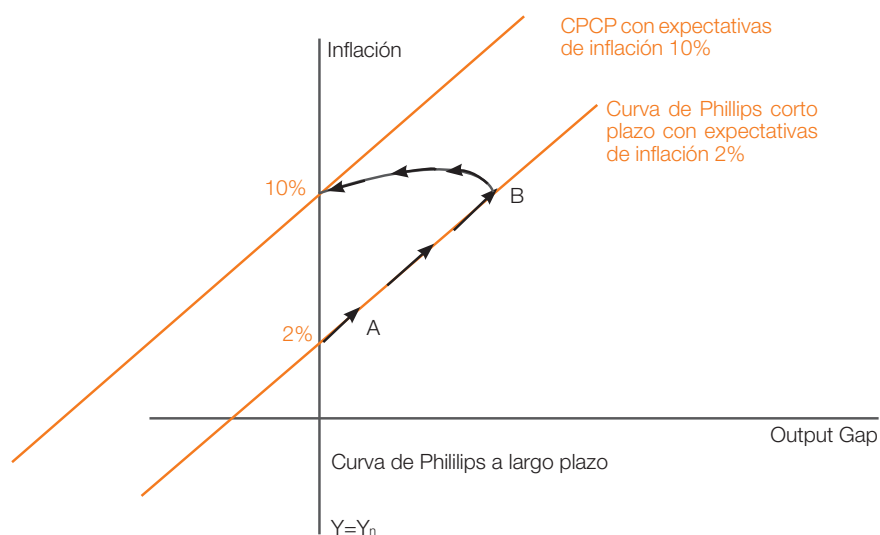
- a) la constatación de la ausencia de un trade-off a largo plazo entre inflación y paro que se pudiera explotar
- b) el llamado problema de incoherencia temporal.

#### a) Ausencia de un trade-off a largo plazo

La primera referencia a esta ausencia se debe a Friedman y Phelps que mostraron que era improbable la existencia de un *trade-off* a largo plazo entre inflación y desempleo. La razón que esgrimieron es que cuando los políticos intentaban explotar la curva de Phillips a corto plazo, las expectativas de inflación entrarían en juego, se desplazarían hacia arriba y el output volvería a su nivel natural. Si las autoridades insistiesen en mantener una tasa de desempleo por debajo de la tasa natural, el coste no sería una inflación constante, sino positiva y creciente. El *trade-off* entre inflación y paro era cada vez mayor. Este hecho se conoce también como la hipótesis de la tasa natural a largo plazo, que postula que mientras la política monetaria puede tener importantes efectos a corto plazo sobre la economía real, a largo plazo las variables reales eran determinadas más probablemente por los gustos y la tecnología. En definitiva, se cuestionaba el mensaje principal de la curva de Phillips, es decir, el que variables nominales afectan a variables reales. A largo plazo esta curva de Phillips aparecía como vertical.

El gráfico 1 describe el *trade-off* a corto y largo plazo. Sea el caso en que la inflación inicial es de un 2% con *output gap* de cero (punto A del gráfico) y las autoridades intentan explotar la curva de Phillips a corto plazo al moverse al punto B, que presenta un mayor *output gap*. Friedman y Phelps argumentaron que esta política tendría éxito solo en el corto plazo, pero que a lo largo del tiempo, la curva de Phillips a corto plazo se desliza hacia arriba hasta alcanzar un nuevo punto de equilibrio en C., con *output gap* cero y mayores niveles de inflación y de expectativas de inflación. Y si continúan deseando mantenerse en B, será a costa de una inflación creciente.

Gráfico 1: *Trade-off* entre inflación y desempleo a corto y largo plazo



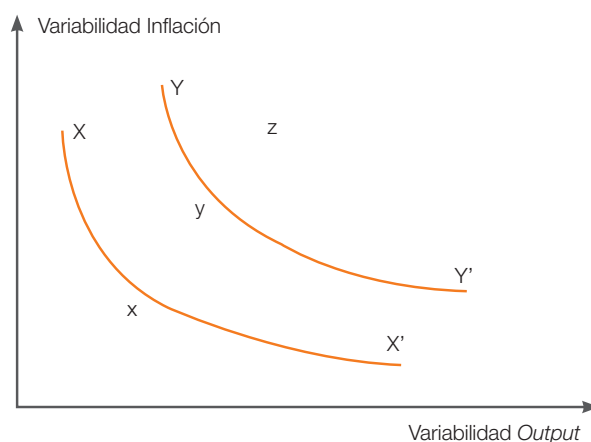
Mientras que estas ideas tuvieron un enorme impacto en el mundo académico hasta el punto de constituir la semilla de la revolución de las expectativas macroeconómicas, las implicaciones de estas ideas fueron muy lentamente asimiladas en los círculos políticos.

El avance de estas ideas se realizó, principalmente, al distinguir entre los modelos llamados dinámicos estructurales, de los modelos econométricos en forma reducida. Y valorar, precisamente, que este desconocimiento llevó a mostrar los efectos perjudiciales de adoptar políticas monetarias excesivamente acomodaticias ante los shocks de oferta de finales de los años sesenta y setenta del siglo pasado. El problema básico de malinterpretar las ecuaciones de la inflación en forma reducida fue señalado de forma definitiva por Lucas (1971), aunque se impuso de forma muy lenta, pues la práctica común continuó siendo durante algunos años la comprobación de que la suma de los coeficientes de las ecuaciones de inflación en forma estructural fueran igual a 1. De hecho, una interpretación de la llamada Gran Inflación, que abarcó el periodo de finales del año sesenta y los años setenta del siglo pasado, se debió a una mala metodología o, de forma más precisa, de las limitaciones que los modelos econométricos de forma reducida presentan para la adopción de medidas de política económica. Mientras que Lucas (1976) proporcionó un argumento lógico y sólido a que los parámetros de los modelos en forma reducida se desplazarían como respuesta a un cambio de régimen político, llevaría años para que esas ideas se convirtiesen firmemente aceptadas para una nueva generación de econométricos en los BC.

En la actualidad, los que toman decisiones a este respecto son conscientes de que no existe un *trade-off* positivo que pueda explotarse entre niveles de *output* e inflación, pero sí que existe claramente un *trade-off* entre variabilidad de la inflación y *output*, conocido comúnmente en la literatura especializada como Fronteras de la Eficiencia de Taylor.

El gráfico 2 muestra dos Fronteras de Eficiencia de Taylor que proporciona otra perspectiva sobre la Gran Inflación de los años setenta del pasado siglo y de la Gran Moderación de la última década.

Gráfico 2: Fronteras de eficiencia *Output*-inflación de Taylor



Políticas monetarias buenas o eficientes pueden pensarse como políticas que minimizan la variabilidad del *output* y de la inflación, mientras que una política monetaria mala puede pensarse como políticas monetarias que producen una variabilidad excesiva del *output* y la inflación. La posición de las Fronteras dependerá de la estructura de la economía, además de la magnitud y tipo de *shocks* que impactan a la economía. Una interpretación común de la Gran Inflación es que la economía experimentó una serie de *shocks* que desplazaron la Frontera de Eficiencia hacia afuera de  $XX'$  a  $YY'$ , pero debido a que la política monetaria respondió de una forma inapropiada al proporcionar una excesiva acomodación monetaria, la variabilidad aumentó mucho más de lo necesario (a  $z$ ). Habiendo aprendido de estos errores cometidos en la década de los años setenta del siglo pasado, las autoridades fueron mucho más rápidas en identificar los desplazamientos de la economía y hacer mejor su trabajo al proporcionar o eliminar la acomodación monetaria cuando ha sido justificada.

#### b) El problema de la incoherencia temporal

El segundo factor intelectual que respaldó a los regímenes monetarios de metas de inflación es el llamado problema de la incoherencia temporal desarrollado por Kydland y Prescott (1977) y más tarde popularizado por Barro y Gordon (1983). Estas ideas también se basaban en el *trade-off* entre inflación y desempleo, pero en lugar de suponer que las autoridades no entendían las implicaciones de la hipótesis de la tasa natural de paro a largo plazo, ahora se suponía que dichas hipótesis se entendían perfectamente. Además, se tenía en cuenta la existencia de rigideces nominales y otro tipo de distorsiones en la economía, lo que constituían que las autoridades monetarias volvieran a considerar la explotación de la curva de Phillips a corto plazo con la finalidad de alcanzar niveles de producción mayores que el nivel potencial (a pesar de conocer las implicaciones de la tasa natural de desempleo)

En estas circunstancias, la adopción de medidas para alcanzar niveles de producción por encima del nivel potencial, acabarán siendo de nuevo contraproducentes conforme los agentes lleguen a anticipar correctamente que se generará una mayor inflación como consecuencia de ellas. El resultado es un equilibrio con una inflación mayor (sesgo inflacionista) y ninguna ganancia en términos del *output* real a largo plazo. Trabajos posteriores extendieron estas ideas básicas sugiriendo la posibilidad de nombrar gobernadores de BBCC conservadores; es decir, gobernadores que mantengan unas preferencias por una inflación reducida que sean mayores que las del público en general.

En esta línea, se propusieron en primer lugar la creación de incentivos para que los BBCC mantengan tasas de inflación reducidas. Como consecuencia, apareció el primer esquema formal de metas de inflación en Nueva Zelanda, y que incorporaba un contrato por el cual el gobernador sería cesado si la inflación se situase fuera de la banda establecida como objetivo. Posteriormente, se destacó la importancia de que los BBCC fueran independientes, al tiempo que presentasen altos niveles de transparencia y responsabilidad. Se estaba gestando el régimen monetario de metas de inflación.

## 04 | Los riesgos de las Metas de Inflación (I)

### 1. Diseñando las Metas de Inflación

Con todos estos antecedentes, y siguiendo a Freedman y Laxton, el diseño, puesta en funcionamiento y evaluación del régimen monetario de las metas de inflación debe realizarse por los siguientes seis principios:

1. El principal papel de un régimen monetario (o política monetaria) es proporcionar un anclaje nominal a la economía y el tener en cuenta otros objetivos no debe ser inconsistente con proporcionar un anclaje a la inflación y sus expectativas
2. Un régimen efectivo de metas de inflación tendrá efectos inmediatos sobre el bienestar al reducir la incertidumbre, anclar las expectativas de inflación y reducir la incidencia y severidad de los ciclos económicos.
3. El éxito de régimen de metas de inflación depende de las otras políticas al facilitar la tarea de la política monetaria y hacerla más creíble.
4. Debido a la existencia de *lags* en el mecanismo de transmisión de la política monetaria a la preocupación de que no se desvíe la inflación respecto de su valor objetivo, ni que el *output* se separe de su nivel potencial, no es posible ni deseable mantener la inflación exactamente sobre su valor objetivo.
5. Dada la posibilidad de conflicto entre la meta de inflación y otros objetivos, los Bancos Centrales deben tener objetivos razonablemente claros y suficientemente independientes del proceso político para alcanzar esos objetivos.
6. Debe dotarse de un mecanismo de seguimiento de responsabilidad que asegure que el Banco Central se están comportando de una manera consistente con los objetivos básicos anunciados y que la política monetaria está siendo basada en una práctica sólida.

### 2. Riesgos Generales

Como se ha señalado, los riesgos de colapso de anteriores regímenes monetarios provenían, básicamente, del problema del  $n-1$  y de la existencia de rigideces que impedía el ajuste implícito en ese régimen y llevaban al incumplimiento de las reglas de juego. El régimen monetario de las metas de inflación no tiene reglas de juego muy específicas: si acaso, el seguimiento de la conocida Regla de Taylor.

En cualquier caso, la meta de inflación como régimen monetario presenta dos riesgos importantes, a saber:

- Cuando en la economía aparece una trampa deflacionista
- Cuando las perturbaciones se originan en el lado de la oferta agregada

En el primer caso, el mecanismo tradicional de la política monetaria falla ante la aparición de recesiones suficientemente intensas que hagan evidenciar la asimetría existente en las respectivas evoluciones de, por una parte, la inflación, y, por otra de la correspondiente a los tipos de interés nominales. La inflación puede alcanzar valores negativos, pero los tipos de interés nominales no pueden traspasar el valor cero. Tal asimetría afecta de forma directa al tipo de interés significativo para los consumidores y empresas: el tipo de interés real, que adopta valores positivos. En otras palabras, en esas circunstancias el Banco Central desea estimular la demanda agregada mediante reducciones de tipos de interés nominales y, sin embargo, el tipo de interés real es positivo, desincentivando el estímulo de la economía. Tal situación se dará cuando el tipo de interés real que estabilizaría esa economía se encuentre por debajo del tipo de interés real actual. Entonces, la reducción de tipos de interés nominales como mecanismos estimulantes deja de funcionar y la economía se encuentra en lo que se llama una trampa deflacionista.

En el segundo, la crítica es acaso más seria, y se refiere a que las metas de inflación se centran en los síntomas de la volatilidad macroeconómica, como no deja de ser la inflación, en lugar de atacar las causas de dicha volatilidad.

### 3. Primer Riesgo: La Trampa de Deflación

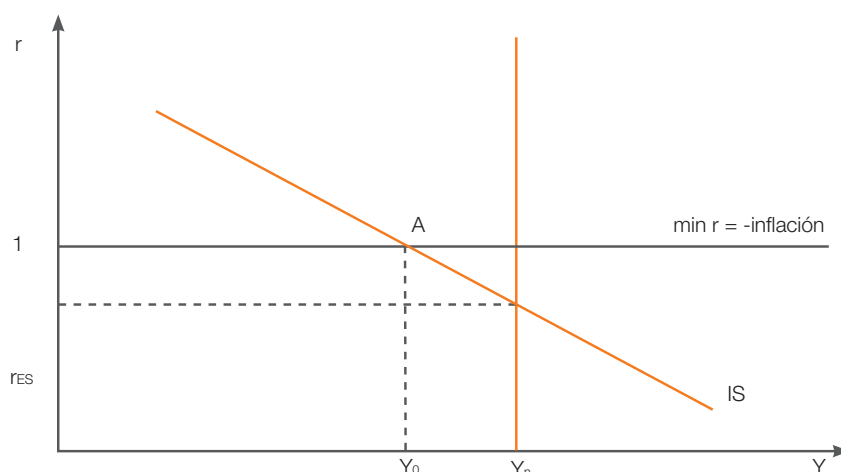
La forma más simple y obvia de mostrar como opera la trampa deflacionaria es, como se ha señalado antes, combinar el hecho de que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos con la definición de tipos de interés reales:  $r = R - \pi^e$ , donde  $R$  es el tipo de interés nominal y  $\pi^e$ , las expectativas de inflación. Ya que  $R \geq 0$ , el tipo de interés real mínimo es  $r = -\pi$ . Cuando la inflación es positiva,  $\pi > 0$ , no hay problema, pues el mínimo  $r$  es negativo. Pero cuando  $\pi < 0$ , el tipo de interés real mínimo es positivo.

Las dificultades aparecen cuando el tipo de interés real necesario para estabilizar la demanda al nivel de pleno empleo,  $Y_n$ , es menor que el tipo de interés real mínimo factible; es decir,  $r_{es} < \min(r) < -\pi$ . Así, si, por ejemplo, un objetivo de inflación es del 2%, y suponiendo que  $\pi^e = \pi^{obj}$ , el que el tipo de interés nominal tenga por límite el valor 0, significa que el tipo de interés real no puede situarse por debajo del -2%.

Tal posibilidad constituye uno de los problemas a los que se enfrentan los regímenes monetarios de metas de inflación: su éxito al ofrecer una inflación reducida puede dar lugar a situaciones en las que la capacidad de la política monetaria para estimular las economías ante la aparición de un *shock* negativo resulta muy limitado. Lo cual no deja de ser irónico.

Esta situación se muestra en el siguiente gráfico.

La trampa de la deflación



Se puede apreciar que el tipo de interés que estabiliza la economía a su nivel de pleno empleo está situado por debajo del tipo de interés mínimo factible de un 1%. Dada la escasa actividad económica representada por una demanda agregada recogida por la línea IS, si la inflación ha descendido a -1%, será entonces imposible alcanzar el nivel de renta de equilibrio o natural.

En definitiva, la utilización del tipo de interés nominal para establecer un nivel de tipos de interés reales asociados a la demanda agregada capaz de generar el nivel de renta de equilibrio, deja de funcionar. La política monetaria es ineficiente.

En efecto, supóngase que el Banco Central correspondiente ha establecido los tipos de interés nominales de forma que el tipo de interés real sea el menor posible,  $r = -\pi$ , de forma que  $Y = Y_0$  y la economía está en el punto A. Ya que  $Y_0 < Y_n$ , la consecuencia es que la inflación desciende lo que, a su vez, implica que el tipo de interés real mínimo aumenta y caídas ulteriores del *output*. Como consecuencia, la velocidad de descenso de la inflación aumenta (la línea  $\min r$  se desplaza hacia arriba).

De todo lo anterior, se desprende que salir de la trampa de deflación exige cualquiera de las siguientes medidas:

- Una expansión fiscal que desplace la línea IS a la derecha
- La adopción de medidas que supongan un aumento de las expectativas de inflación. Si se convirtieran en negativas, la línea  $\min r$  se desplazaría hacia abajo y el Banco Central puede utilizar el tipo de interés para que la economía se mueva hacia abajo a lo largo de la curva IS

Respecto a la primera medida, todos los países han adoptado los llamados paquetes de estímulo fiscal, bien mediante reducción de impuesto o, sobre todo, con incrementos del gasto y de las subvenciones públicas. Su efecto es objeto de controversia y, en cualquier caso, se escapa del objetivo de este trabajo.

Por lo que respecta a las expectativas, su importancia se puede justificar a través de la curva de Phillips. Como se sabe, esta teoría establece que la inflación depende positivamente de la inflación esperada y del nivel de actividad económica, reflejado por el estado del mercado de trabajo. A su vez, el estado del mercado de trabajo se suele aproximar por la diferencia entre la tasa de desempleo y su nivel de equilibrio o tasa natural. Obviamente, cuanto mayor nivel de desempleo, más grande será la probabilidad de deflación de la economía ante las presiones a la baja sobre el nivel de precios que supone la caída de los salarios.

Este mecanismo está condicionado, obviamente, por el comportamiento de las expectativas de inflación. Si estas son suficientemente elevadas, llegarían a compensar las presiones deflacionistas derivadas de la atonía del mercado de trabajo. Resulta, por tanto, fundamental para establecer el riesgo de deflación de una economía, el conocimiento de la forma en que se establecen las expectativas inflacionistas.

En este sentido, conviene distinguir entre dos variantes de la curva de Phillips de acuerdo a cómo se formen dichas expectativas inflacionistas. En el primer modelo, la curva de Phillips incorpora unas expectativas “no ancladas”, queriendo significar que la inflación esperada depende fundamentalmente de las tasas de inflación pasadas. Los agentes esperan que la inflación del futuro sea, aproximadamente, la inflación ocurrida en los pasados uno o dos años. Se dice entonces que las expectativas de inflación están no ancladas, como referencia a la imagen de la inflación actual como la de un pequeño bote siendo mecido por las olas.

Si las expectativas de inflación no están ancladas, entonces la aparición de una fuerte recesión puede llevar a una espiral deflacionista. El argumento es el siguiente: en las etapas iniciales de la recesión, la debilidad de la demanda genera que la inflación descienda y lleva a que la gente revise a la baja sus expectativas de inflación. La continuación de la recesión supone nuevos descensos de las presiones inflacionistas. Si la recesión es profunda y suficientemente larga, este proceso a la larga producirá descensos de los precios y una espiral descendente, generando cada vez tasas de inflación menores. La deflación se estabilizará sólo cuando la recesión finalice y la inflación se tornará positiva otra vez solo después de un periodo sostenido de mercados de trabajo con capacidad de crear puestos de trabajo. Se exige por tanto, unas expectativas que se creen ajenas a los acontecimientos pasados y la existencia de una institución, como el BC, que ofrezca ese anclaje a “futuro”.

El segundo modelo es aquel en donde las expectativas de inflación están “bien ancladas”, en el sentido de que son consistentes con los objetivos y políticas del Banco Central. En este caso, incluso ante la presencia de una recesión severa, los agentes esperan que el Banco Central adopte medidas con la finalidad de restaurar tasas de inflación positivas. Y estas expectativas actúan como un imán para que los precios suban. La deflación puede ocurrir si la recesión es lo suficientemente intensa y duradera, la espiral deflacionista solo ocurrirá en unas circunstancias tan nefastas en las cuales la política monetaria es incapaz de reparar la economía.

Estas dos versiones de la curva de Phillips tienen implicaciones muy diferentes en lo que respecta a la probabilidad, intensidad y duración de la deflación en una economía. Cuál de ellas describe mejor a una economía es una cuestión empírica. Está claro que conforme caiga la actividad económica, la deflación es más probable, pero la profundidad y duración dependerá de cuanto ancladas estén las expectativas inflacionistas.

Sin embargo, la posibilidad de escapar de la deflación mediante la creación de inflación positiva es difícil que funcione en la realidad, pues como señala W. Buitter, “la única forma de crear expectativas de inflación en el futuro es mediante la creación de expectativas de una mayor demanda agregada futura”. Mientras que las autoridades no adopten medidas que estimulen la demanda, no debe esperarse la generación de expectativas inflacionistas.

Por último, señalar que la estancia en la trampa de la liquidez puede alargarse antes los efectos de la deflación. Así, mientras que la aparición inesperada de una inflación supone una redistribución de la riqueza de los acreedores a los deudores conforme el valor real de las deudas se erosiona, una deflación inesperada tiene el efecto opuesto. Si los precios de los activos están disminuyendo (por ejemplo, el de las viviendas), así como el de los bienes y servicios, entonces los deudores de esa economía se encontrarían que no solo sus recargos reales de su deuda está subiendo (su deuda en términos nominales se mantiene constante, pero sus precios están descendiendo), sino que además el valor de los activos que han utilizado como colaterales de su deuda, está descendiendo. Esto se llama el canal del balance y puede hacer que la inversión sea menos sensible a los cambios de los tipos de interés reales y, por tanto, haciendo que la curva IS presente una pendiente más inclinada y debilitar la respuesta de la inversión incluso si se generasen expectativas inflacionistas positivas.

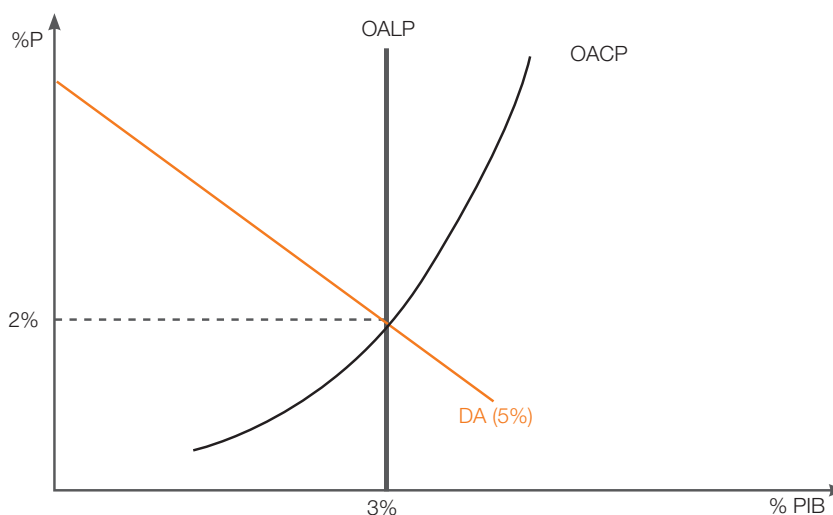
Esta posibilidad complica más la situación, pues la quiebra de empresas debilita, a su vez, los balances bancarios y, por consiguiente, amenazando la estabilidad bancaria. Los bancos pueden continuar concediendo créditos a las empresas en dificultades para evitar que los malos préstamos florezcan (o la morosidad) en sus balances. Esto puede posponer la crisis bancaria, pero no prevenirla.

En este sentido, dos cosas parecen claras para el Banco Central: reforzar el anclaje de las expectativas inflacionistas y adoptar las medidas oportunas para estimular la economía, entre las que se destaca el mantenimiento de la meta de inflación en un nivel reducido, pero positivo, en la esperanza de que los agentes económicos acaben anclando sus expectativas a dicha meta y, por tanto, mantengan expectativas positivas de inflación y expandir la creación del dinero. Esta opción, llamada en inglés *Quantitative Easing* (QE), genera nuevos problemas para un régimen monetario como el de las metas de inflación.

### Se atacan los síntomas pero no las causas

Una de las críticas más importantes al régimen monetario de metas de inflación se basa en que no logran estabilizar a la economía cuando las perturbaciones tienen su origen en el lado de la oferta agregada de la economía. Y esto es peligroso, pues la política monetaria solo puede actuar de forma compensatoria si los *shocks* son de demanda y, por lo tanto, tiene que ser capaz de discernir cual es la perturbación que está detrás de la emergencia de la inflación. Es decir, se critica que las metas de inflación se centran en los síntomas de la volatilidad macroeconómica, pero no en las causas.

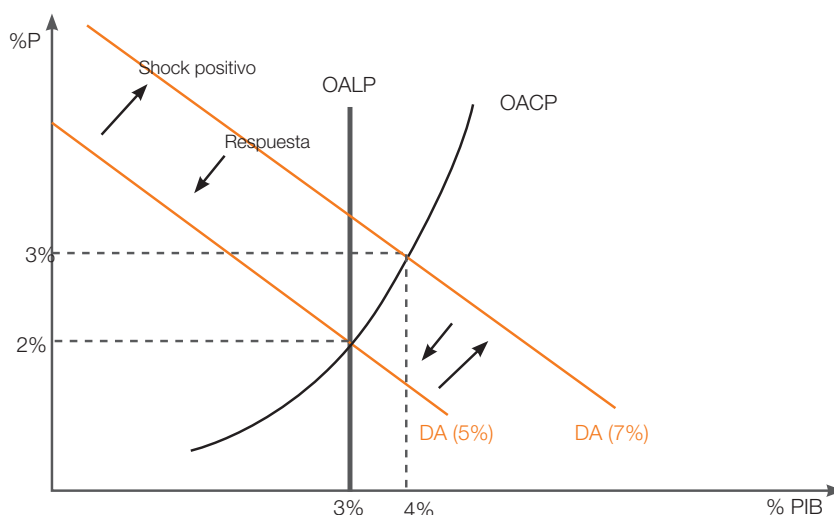
Sin embargo, la inflación resulta con frecuencia muy difícil de interpretar. Un incremento de la inflación puede deberse tanto a un *shock* positivo de demanda agregada (incremento insostenible del gasto) o, por el contrario, puede deberse a un *shock* de oferta negativo, como, por ejemplo, un incremento temporal de los precios del petróleo). En el primer caso, un régimen monetario de metas de inflación actuaría de forma adecuada al contribuir a la estabilización de la economía, mientras que en la segunda, ese régimen monetario no haría sino desestabilizar aún más a la economía. Estos efectos se pueden analizar en el conocido modelo de demanda y oferta agregadas, con la salvedad de que en lugar de niveles se colocan tasas de variación.



Este gráfico se ha dibujado con el supuesto de que la demanda agregada crece a un ritmo del 5%, que puede dividirse entre una inflación del 2% y un crecimiento del PIB del 3%. Ahora se analizan cuatro perturbaciones bajo un régimen monetario de meta de inflación del 2%. Las perturbaciones serán las siguientes:

- Una perturbación positiva de la demanda agregada debida, por ejemplo, a una política fiscal expansiva

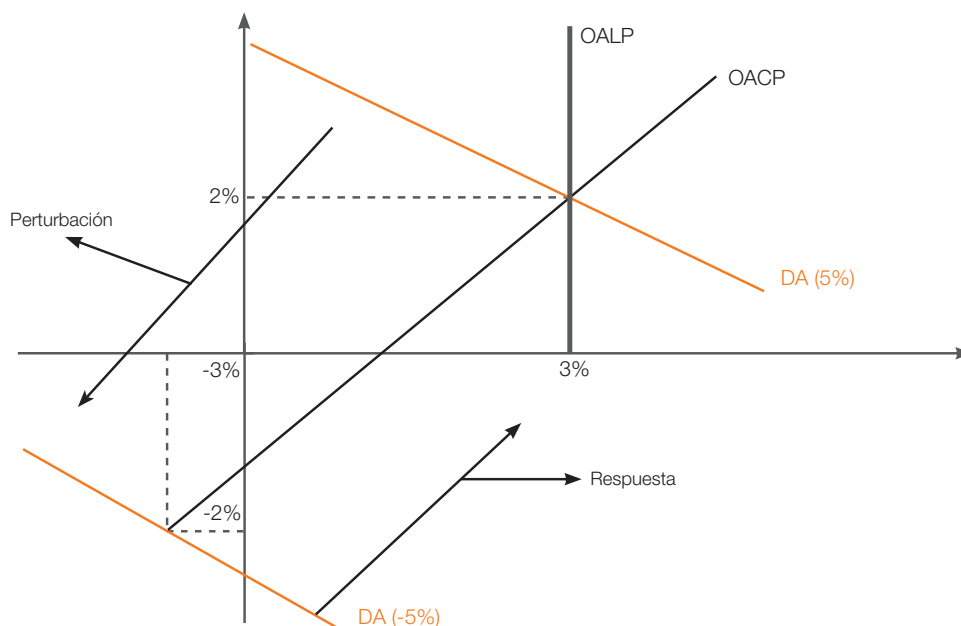
Esta perturbación desplaza a la curva de demanda agregada a la derecha, llevando a la inflación al 3% y al crecimiento del PIB en términos reales hasta el 4%. Es decir, la demanda agregada está creciendo a una tasa del 7%. Las autoridades monetarias entonces endurecerían su política para que la inflación vuelva al 2% y la economía se sitúe de nuevo en el pleno empleo.



En estas circunstancias, la meta de inflación del 2% es eficaz en la estabilización de la economía después de *shock* recibido.

- Una perturbación negativa de la demanda agregada debida, por ejemplo, a los "animal spirits"

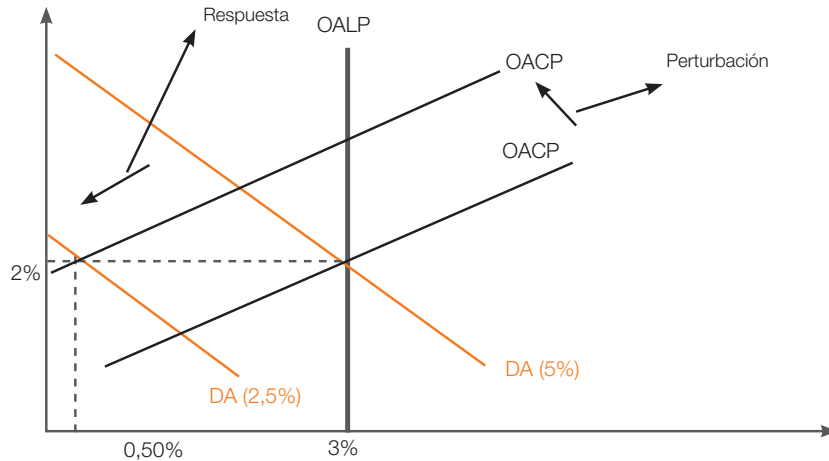
En este caso, la demanda agregada se desplaza a la izquierda y lleva a la economía a presentar una inflación del -2% y una caída de la actividad real al -3%. Al notar la deflación, las autoridades monetarias, que siguen una meta de inflación del 2%, relajarían los tipos de interés, haciendo que los componentes del gasto sensibles a los tipos de interés aumenten y desplacen a la demanda agregada a la derecha, hasta que la inflación vuelva a situarse en el 2%.



De nuevo, el régimen monetario de la meta de inflación del 2% consigue estabilizar la economía. Como en caso anterior, la perturbación ha afectado a la demanda agregada, y, se concluye, en esos casos, la meta de inflación consigue hacer su trabajo. Pero, ¿Cómo funcionan las metas de inflación ante perturbaciones de oferta?

- Una perturbación negativa sobre la oferta agregada de carácter temporal

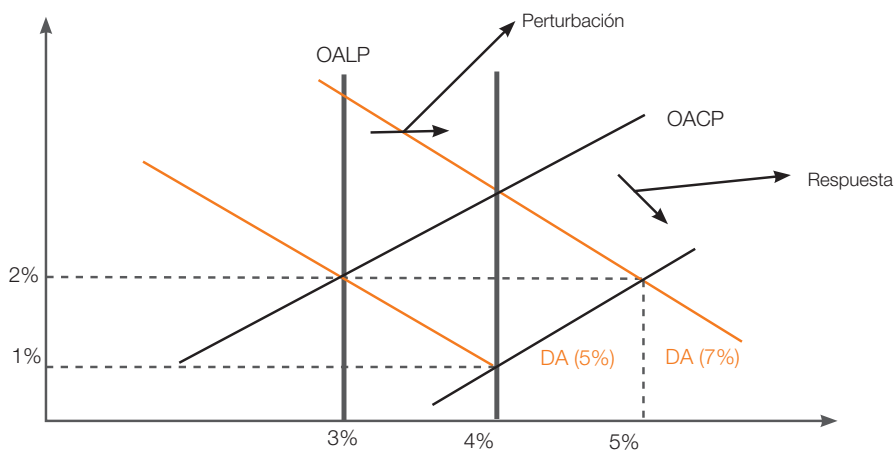
El ejemplo puede ser el descenso temporal de la producción de petróleo. Entonces, la curva de oferta a corto plazo se desplaza hacia la izquierda, generando un incremento de la inflación al 3% y una desaceleración del PIB real al 2%. Bajo un régimen estricto de metas de inflación, el aumento de la inflación supondrá que las autoridades monetarias reaccionen endureciendo las condiciones monetarias para que de esta manera, la inflación vuelva al 2%.



Sin embargo, esta respuesta de las autoridades monetarias supondrá que la demanda agregada crezca a un ritmo, digamos, del 2,5% y debilitará aún más a la economía. En esta ocasión, la meta de inflación establecida en el 2% no logra estabilizar a la economía. La mejor respuesta hubiera sido no responder inicialmente a este *shock*, mantener a la demanda agregada creciendo al 5% y, dada la naturaleza temporal del *shock*, la economía volvería a la larga al pleno empleo.

- Una perturbación positiva sobre la oferta agregada de carácter permanente.

De nuevo, la perturbación proviene del lado de la oferta, pero en este caso es de carácter temporal y positivo, ante, por ejemplo, una mejora de la tecnología o *shock* positivo de productividad) lo que supone que la curva de oferta a largo plazo se desplace a la derecha. Consecuentemente, la inflación se reduce al 1% y el PIB crece a una tasa de, por ejemplo, el 4%. De acuerdo al régimen monetario de metas de inflación (al 2%), las autoridades monetarias llevarán a cabo una política expansiva que haría alcanzar de nuevo la inflación objetivo del 2%. El problema es que entonces la demanda agregada en términos nominales crecerá a un ritmo de, por ejemplo, un 7%, que supondrá un crecimiento del PIB en términos reales de 5%, por encima del 3% de pleno empleo.



De nuevo, una respuesta más adecuada habría sido mantener el crecimiento de la demanda agregada en términos nominales al 5% y evitar de esa forma que la economía se adentrara en un ciclo de recesión-*boom*. Bajo esta perturbación, de nuevo, la meta de inflación fracasa en su intento de estabilizar la economía.

Dos conclusiones aparecen: la meta de inflación es sólo efectiva si las perturbaciones de la demanda agregada son la principal fuente de volatilidad macroeconómica. Y una forma más eficaz de minimizar la volatilidad macroeconómica es la de estabilizar la demanda agregada. En todos los casos anteriores, la estabilización de la demanda agregada era todo lo que había que hacerse. Por lo tanto, la política monetaria debería de establecer como objetivo la causa de la volatilidad macroeconómica, no la inflación, que no deja de ser un síntoma.

## 05| Los riesgos de las Metas de Inflación: el olvido de otros objetivos (II)

### 1. La Supremacía de la Estabilidad de Precios

La actual crisis financiera está ofreciendo muchas lecciones respecto a las implicaciones de muchos de los dogmas macroeconómicos hasta ahora vigentes. Entre ellos destaca el que se refiere a la ortodoxia monetaria llevada a cabo por los respectivos BBCC.

En términos generales, las críticas son las siguientes:

- Siempre están dispuestos a acudir al rescate del mercado y/o de las instituciones financieras en el caso que se desplomen, pero de no hacer nada mientras ese mismo mercado experimenta una sobre reacción de sus precios.
- Identificar estabilidad de precios con estabilizar un índice de precios al consumo; es decir de bienes finales, y además excluyendo los precios de los alimentos y de la energía. Esto supone que la inflación subyacente se convierte en una estadística engañosa que desconecta a los políticos de la sensación inflacionista del público. Es decir, aparece una falta de sintonía entre el BC, confortable con la inflación alcanzada, y el público, con una impresión inflacionista mucho más alta de lo que indica el crecimiento del índice elegido.
- Desconsiderar, consecuentemente, otros objetivos, como puede ser la estabilidad de la actividad económica, la estabilidad financiera o el precio de activos reales, como el de la vivienda.
- No tener en cuenta que, en las actuales circunstancias, una inflación constante no necesariamente proporciona información alguna acerca de si la política monetaria es la correcta. Es verdad que ahora esas expectativas están mucho mejor ancladas que en el pasado, pero no dejan de estar imperfectamente ancladas. Y es absolutamente básico conocer la forma en que las expectativas de inflación vienen influenciadas por las acciones de la política monetaria, los comunicados de las propias autoridades monetarias y por otros acontecimientos, como el aumento del precio del petróleo.

Como puede observarse, son cuestiones muy importantes para cualquier BC, pero vitales para la UM, pues la política monetaria instrumentada por el BCE es la única política común a todos los países miembros de la zona euro y su éxito garantiza el avance de la integración monetaria y financiera europea.

### 2. ¿Cuál índice utilizar?

Aceptado que la estabilidad de precios ha sido el objetivo básico y acaso único de los BBCC, lo primero que debería cuestionarse es cuál debería ser el índice que un BC debería estabilizar. No hay una única medida de estabilidad de precios. ¿Debería ser un índice de precios al consumo, o una medida más amplia de precios, o mejor los salarios nominales o, en fin, una medida que incorpore precios de activos? Pero lo clave no es el índice elegido, sino hasta qué punto esto supone no tener en cuenta cualquier otro objetivo dentro de la esfera de un BC.

Durante los últimos años, los BC se han centrado casi con exclusividad en alcanzar la estabilidad de un índice de precios finales, como es el Índice de Precios al Consumo (IPC), excluidos los precios de los alimentos y de la energía, es decir, de la inflación subyacente. Y, al tiempo, ha permitido mientras un crecimiento de los precios de los activos monetarios y reales en absoluto en consonancia con los fundamentos de esos mercados. No es que los BC no tuviesen en cuenta la estabilidad financiera, sino que la prioridad estaba claramente a favor de la estabilización de precios. Lo que se acusa es que al mismo tiempo que se estabilizaba los precios, se permitía una apreciación de los activos reales y una acumulación de deuda que han configurado una situación en la que los balances de los diferentes agentes parecen muy vulnerables a la corrección de precios, como lo atestiguan los acontecimientos ocurridos a partir del mes de agosto de 2007.

Como consecuencia, han aparecido determinadas opiniones que abogan por una revisión profunda del actual objetivo de estabilidad de precios (de Grauwe, 2008) o, directamente, por su sustitución (Stiglitz, 2008) En cualquiera de los dos casos, supondría un cambio importante en el marco institucional donde se definen las políticas económicas de la UME, máxime si se tiene en cuenta que es el único instrumento y objetivo explícito común para todos los países miembros.

Resulta, por tanto, oportuno revisar los fundamentos de la elección de la estabilidad de precios como objetivo prioritario, las razones por las cuales se rechazan otros objetivos y los argumentos que se ofrecen para justificar su mantenimiento en condiciones económicas como las actuales, muy diferentes de las iniciales.

### 3. Estabilidad de Precios frente a Estabilidad Económica ¿son complementarios?

Hasta la aparición de la actual crisis, existía un amplio consenso de que el objetivo prioritario de un BC era alcanzar la estabilidad del IPC subyacente y poco más. Le avalaba el éxito alcanzado por los BC en los últimos quince años, que presentaban unas tasas de inflaciones reducidas y estables, sin que el crecimiento económico se viese mermado por ello, sino todo lo contrario. Es lo que se vino en llamar la “Gran Moderación”.

La justificación para esta estrategia descansaba en la consideración de que la mejor contribución que un BC podría hacer para mejorar la actividad económica era lograr la estabilidad de precios. No hay conflicto de objetivos alguno, pues luchar por alcanzar la estabilidad de precios es luchar por la estabilidad de la actividad económica. Es lo que se ha venido en llamar la “Divina Coincidencia”: estabilizar la inflación ante la aparición cambios de preferencias o *shocks* tecnológicos, produce el nivel de *output* correcto desde un punto de vista del bienestar (Blanchard y Galí, 2007)

Esta conclusión se basa en dos principios hasta ahora ampliamente aceptados:

- El convencimiento de que una inflación reducida y estable es beneficiosa para el bienestar de la sociedad, al interpretarse fácilmente sus señales, mejorar la toma de decisiones, y, por tanto, contribuir a una mejor eficiencia económica y una mayor producción a largo plazo.
- Y en el de la inexistencia de un *trade-off* entre inflación y actividad económica a largo plazo. Como se conoce, a largo plazo, la economía gravita alrededor de una tasa de desempleo natural con independencia del nivel de inflación existente. Y que esa tasa natural viene determinada por la estructura de los mercados de bienes y trabajo, así como de otro tipo de factores como la facilidad con que la gente que pierde un trabajo logra encontrar otro o del ritmo al que el progreso tecnológico crea nuevas industrias y oportunidades. En cualquier caso, son elementos de carácter estructural que están fuera del control de la política monetaria. Por tanto, cualquier intento de llevar la tasa de desempleo por debajo de la tasa natural no tiene sentido y sólo se traducirá en una inflación mayor. La conclusión es clara: el objetivo debería dar la prioridad a la estabilización de los precios porque su logro llevaría, a su vez, a la estabilidad de la actividad económica.

Sin embargo, el hecho de que exista a corto plazo un *trade-off* entre inflación y empleo podría posibilitar la aparición de un conflicto entre ambos objetivos. Pero, incluso en este caso, se mantenía que las estabilizaciones de ambas variables son actividades complementaria más que mutuamente excluyente, debido, fundamentalmente, al papel que juegan las expectativas de inflación. Su consideración, además, daba sentido a una nueva función de la política monetaria ante la aparición de perturbaciones, bien de demanda, bien de oferta, como es el anclaje de las expectativas de inflación a través de anunciar que está firmemente comprometido con el mantenimiento de una inflación estable y reducida.

Así, ante un *shock* de demanda negativo, el BC no tendrá preocupaciones por adoptar una política expansiva, en el convencimiento de que no generaría un desplazamiento alcista de las expectativas de inflación; es decir, no se produciría la llamada alarma inflacionista. Por tanto, un compromiso fuerte a un anclaje nominal capacita a un BC a reaccionar de forma más agresiva a las perturbaciones negativas y, por tanto, de prevenir una rápida caída del empleo y el *output*. En definitiva, enfrentarse a perturbaciones de demanda no llevaría a incurrir en ninguna contradicción entre la estabilización de la inflación y de la actividad económica. .

Con respecto a los *shocks* de oferta, como por ejemplo, un incremento del precio del petróleo, también la existencia de un compromiso firme por parte del BC de estabilizar la inflación podría de nuevo ayudar a estabilizar la actividad económica, como se ha evidenciado estos últimos meses, con un comportamiento tan distinto a otras incrementos de precios de la energía. El buen anclaje de las expectativas determina que estas perturbaciones se vean como transitorias. En definitiva, unas expectativas de inflación bien referenciadas a una inflación reducida y estable constituyen una precondition para la estabilidad económica.

Para justificar aún más la prioridad del objetivo de estabilización de los precios por parte de los BC, y que no era incompatible con la estabilización de la actividad económica, se apelaba a la investigación realizada en estos últimos años por medio de los modelos llamados del nuevo Keynesianismo (modelos que contemplan funciones de demanda con elasticidad constante, competencia monopolística y establecimiento de precios "a la Calvo"). Estos modelos mostraban, por una parte, el convencimiento de que la estabilización de la inflación puede contribuir a estabilizar el empleo y el *output* a sus niveles máximos sostenibles, y, por otra, ofrecían un mejor entendimiento de los beneficios de la estabilidad de precios y ha mostrado nuevas funciones de la política monetaria.

Como se sabe, estos modelos parten de la evidencia de que los precios de muchos bienes y servicios se ajustan con diferentes frecuencias; por tanto, en contextos de inflación del nivel de precios, los precios de unos bienes y servicios están cambiando, mientras que los de otros no lo hacen. Es decir, un contexto de inflación general distorsiona los precios relativos de diferentes bienes y servicios. Entonces, la rentabilidad de producir diferentes bienes y servicios no pueden reflejar por más tiempo los costes sociales relativos de producirlo, lo que lleva necesariamente a una asignación ineficiente de recursos. En consecuencia, una política de estabilizar precios minimizaría esas ineficiencias (Woodford, 2003)

## 4. ¿O Sustitutivos?

Sin embargo, esta llamada "Divina Coincidencia" se quiebra cuando se amplía el modelo que sirve de base, en el sentido de permitir un número mayor de distorsiones adicionales provenientes de los mercados de activos, bienes y trabajo. Ante estas distorsiones, la estabilización de la inflación no genera el nivel de *output* adecuado; es decir, mantener el nivel correcto del *output* exige desviarse de la inflación estable. Esto supone la ruptura del automatismo, estabilidad de precios, estabilidad económica.

En efecto, las primeras consideraciones aparecen en el mercado de bienes y atacaban lo que era la base original de las prescripciones anteriores: que sólo los precios finales están sujetos a rigideces nominales. Entonces, la estabilización debe realizarse sobre el nivel de precios como un total, más que sobre cada una de precios individuales, permitiendo, entonces la posibilidad de cambios de precios debido a alteraciones de las condiciones de la demanda y oferta. Y, además, sólo deberán estabilizarse los precios que presentan rigideces en sus movimientos. Realmente, esos modelos señalan que la política monetaria debería intentar que la economía opere al mismo nivel que prevalecería cuando todos los precios fueran flexibles; es decir, al nivel natural de producción o empleo. Al estabilizar los precios rígidos, se contribuye a que la economía se acerque al equilibrio teórico de precios flexibles pues evita que estos precios se aparten de sus niveles relativos apropiados, mientras que los precios con mayor flexibilidad se están ajustando a su nivel relativo apropiado. En consecuencia, estos modelos no apuestan por que se establezca la inflación global, en la cual el peso de los precios flexibles es mayor, sino por la inflación subyacente, formada en su mayoría por precios rígidos. Entonces, estos modelos concluyen que estabilizar precios rígidos y actividad económica son dos lados de una misma moneda.

Sin embargo, la economía tiene otro tipo de fricciones originadas en el mercado de bienes, como, por ejemplo, variaciones de los márgenes de beneficio, lo que supondría que la estabilización de la inflación de precios rígidos no llevaría a la estabilización del empleo o del *output* alrededor de sus niveles naturales. Y estas variaciones son relevantes, pues cada vez son más los bienes con grandes costes fijos derivados de funciones de investigación y desarrollo y bajos costes marginales. En estos bienes, sus precios vienen determinados en su mayoría por los respectivos *marks-up*, no por los costes marginales. Y los cambios de *marks-up* son muy frecuentes. O, como se evidencia en los últimos tiempos, los movimientos de los tipos de cambio tiene un efecto sobre los precios muy limitados, incluso si se contemple un horizonte temporal dilatado, lo que supone que son los *marks-ups* los que absorben esos movimientos cambiarios y, por tanto, responden a la política monetaria.

Asimismo, las rigideces pueden provenir de los salarios. Entonces, la estabilización de precios no genera un *output* a su nivel natural. Y cuestiona entonces si el BC dirigirá sus esfuerzos de estabilización, hacia los salarios o hacia los precios? Esta es una cuestión importante en la UM, ante la lucha por las exportaciones que se está asistiendo a través de la reducción salarial.

Un ejemplo lo proporciona la caída de la participación de las rentas del trabajo en la renta nacional que se viene asistiendo desde 1990 en la UM. Si este descenso se debe a cambios de las funciones de producción debidas al progreso tecnológico, entonces estabilizar los precios y la actividad económica son actividades complementarias. Pero si ese descenso se debe a un aumento de los beneficios (márgenes), no se infiere que la estabilidad de precios suponga la estabilidad de la economía. En cualquier caos, sobre estos aspectos, el conocimiento es todavía muy limitado. (Blanchard, 2007)

Otra fuente de rigideces es la generada por el hecho de que los salarios reales son mucho menos flexibles de lo que se suponen en estos modelos del Nuevo Keynesianismo. Ante una perturbación negativa sobre la demanda de trabajo, se traducirá a corto, plazo en aumentos del desempleo, en lugar de aceptar un descenso de sus salarios para limitar el desempleo. Es decir, dichas perturbaciones generarán un descenso en el nivel natural del *output*. Entonces, una política monetaria dirigida a estabilizar la inflación, podrá mantener el nivel del *output* a su nivel natural, pero este nivel será insuficientemente bajo. Es decir, la estabilización de los precios propiciaría una recesión ineficiente. Esto ocurriría en situaciones en las que, como consecuencia de, por ejemplo, una mejora de la productividad, se produce un incremento del salario real, bien aumentando el salario nominal, bien reduciendo los precios. Si ambos presentan rigideces, una estrategia de estabilizar los precios forzaría que el necesario ajuste del salario real ocurra enteramente a través del ajuste nominal y, por tanto, impidiendo el ajuste del empleo a su nivel eficiente. Entonces, en caso en que los salarios sean, más rígidos que los precios, la estrategia adecuada para promover la estabilidad del empleo y el *output* sería estabilizar la inflación de los salarios nominales en lugar de la inflación de precios y, por tanto, permitir un descenso de la inflación que permita el aumento requerido de los salarios reales (Blanchard, 1997, Erceg, Herdeerson y Levin, 2000).

Estas matizaciones derivadas de considerar las rigideces provenientes de los mercados de bienes y de trabajo apuntan a que las bases sobre las que se asienta la congruencia entre estabilizar la inflación y la actividad económica son más reducidas de lo que se deriva del modelo original, aunque no necesariamente lo invalida. Y ante las otras ineficiencias que lleven a este conflicto de objetivos, la política monetaria puede ser el instrumento equivocado para amortiguar sus efectos (Blanchard 2005)

Por último, otro elemento importante en esta cuestión es la que se refiere a la incertidumbre que los respectivos BC tienen respecto al nivel de la tasa natural de desempleo. Incertidumbres que pueden provenir, por una parte, de las dificultades de estimar el *output* natural de una economía, o, por otra, de las variaciones muy frecuentes que registrase y, en fin, de que las modernas teorías del mercado de trabajo cuestionan el concepto de tasa natural y *output* potencial. Si los BC yerran en su medición de dicha tasa, sus intentos de estabilizar la actividad económica a esas tasas equivocadas estarían avocados al fracaso. Esto llevaría a centrarse en la estabilización de la inflación. (Schmitt-Grohé y Uribe, 2007)

## 5. Estabilidad de Precios y Precios de las Viviendas

¿Cuál sería el índice de precios que debería elegir un BC para su función estabilizadora? ¿Un índice de precios al consumo, una medida más amplia de precios, salarios nominales o un índice que recoge el precio de los activos? La elección de ese índice inevitablemente influenciará la política monetaria. Estabilizar, por ejemplo, los salarios generarán normalmente una deflación en los precios de los bienes de consumo. No existe una única medida correcta que corresponda al concepto teórico de “estabilidad de precios”. Los economistas austriacos mantenían que estabilizar los precios de los bienes finales no generaría estabilización de la actividad económica. Argumentaban que en una economía en crecimiento, aquella política monetaria que estabiliza un índice de precios de bienes al consumo interferiría con la asignación de recursos a lo largo del tiempo, al forzar a los tipos de interés por debajo del nivel que de otro modo alcanzarían. Entonces los precios de los activos de larga vida, como los bienes de capital o la vivienda, se moverán de forma inversa a los movimientos de los tipos de interés relevantes. Menores tipos de interés se traducen en precios de los activos mayores y viceversa. Una implicación directa de este análisis es que estabilizar los precios de los bienes y servicios finales generarán las llamadas burbujas: es decir, aumentos de precios de estos activos artificialmente elevados, a pesar, o debido, de que el valor de índice de precios de bienes al consumo se haya estabilizado.

La medición y seguimiento de la inflación de precios de activos financieros resultan muy difíciles de establecer. Pero como señala Goodhart, al menos una categoría de activos que dominan una buena parte de las compras del consumidor no puede ignorarse: La vivienda. ¿Qué justificaría su inclusión como un objetivo de un BC? Su rigidez a la baja. Existe una cuestión abierta respecto a cual índice de precio o precios se debe estabilizar. Siguiendo a Woodford, la contestación depende de la naturaleza de las rigideces nominales. Si los precios se ajustan con mayor frecuencia en unos sectores que en otros, entonces la función de bienestar pone más ponderación en las variaciones de los precios de los sectores donde los precios son más rígidos. Esto proporciona la base teórica para justificar la estabilización de un índice de precios subyacente, en lugar de índices de precios con idénticas ponderaciones. Y justifica la exclusión de los precios de los activos financieros por su flexibilidad extrema y la inclusión del precio de las viviendas como objetivo de estabilización, ante la rigidez a la baja que presentan.

## 6. Estabilidad de Precios y Estabilidad Financiera

Durante todos estos años los BC dirijían prioritariamente su política monetaria a mantener la estabilidad de precios y el objetivo de evitar la inestabilidad financiera se reducía a minimizar las consecuencias adversas de las correcciones de las sobrevaloraciones de precio de los activos y de los desequilibrios financieros. Es decir, la estabilidad de precios era – y es- el objetivo común y prioritario a todos ellos, sólo diferenciándose en el peso que le adjuntan es su respectiva función de pérdidas. En definitiva, los BC prefieren centrarse en sus objetivos generales macroeconómicos- reducida inflación y crecimiento sostenible- y sólo consideran la inestabilidad financiera a través de sus efectos sobre esas variables fundamentales.

El argumento tradicional sobre las relaciones entre la estabilidad monetaria y financiera se debe a Bordo (2000), que estableció “que un régimen monetario que genera una estabilidad de precios a nivel agregado tenderá, a promover la estabilidad del sistema financiero”. Es difícil no estar de acuerdo con esta sentencia. Hay que tener en cuenta que la estabilidad financiera es y siempre lo ha sido de una importancia vital para los BC y constituye un objetivo irremplazable. Hay evidencias de que un incremento de la inflación seguido de una reducción significativa, aumenta la probabilidad de crisis financiera e incluso en países con elevada inflación esa crisis aparecerá muy probablemente.

La justificación de esta posición descansa, de nuevo, en la complementariedad de funciones: el logro de la estabilidad de precios tiende a promover la estabilidad del sistema financiero. Entonces la cuestión real no es si la estabilidad financiera debiera ser un objetivo de los BC, sino el peso que adjuntarían a ese objetivo por parte de los políticos. Se podría configurar las situaciones extremas: así, en uno de ellos aparecerían aquellos BC que se centran casi enteramente en la estabilidad de precios, teniendo en cuenta la estabilización financiera sólo cuando la crisis esté en curso. Svensson (2002) califica a este régimen de estricta meta de inflación. En el otro extremo, se podrían agrupar aquellos BC que son muy sensibles a las señales de inestabilidad financiera y dispuestos a adoptar medidas preventivas para aliviar las potenciales inestabilidades, incluso cuando tales medidas pueden no estar garantizadas únicamente por las perspectivas a corto plazo de la estabilidad de precios y/ la estabilidad de la actividad económica.

### Argumentos en Contra de la Adopción de un Objetivo de Estabilidad Financiera.

Los BC no poseen la capacidad de distinguir ex ante las burbujas de los precios de los activos financieros (ni reales) Es decir, los BC tienen problemas para diferenciar entre aquellos acontecimientos que realmente representan externalidades o fallos del mercado y, por tanto, que exigen la correspondiente intervención pública, frente a aquellos otros que sólo reflejan parte de las turbulencias normales, inevitables y positivas que se dan en un mercado dinámico. Por tanto, adoptar un objetivo de estabilidad financiera podría contribuir de forma inadvertida a una mayor variabilidad de las variables macroeconómicas más significativas. Una situación en que esta preocupación es especialmente relevante es el caso de los precios de determinados activos, financieros y reales. Existen recomendaciones para que los BC lleven a cabo medidas encaminadas a pinchar la burbuja en sus etapas iniciales y evitar que siga creciendo antes de que desaparezca con fuertes quebrantos económicos (Borio y Lowe, 2002) Más concretamente, estas acciones debería ser tomadas en cuanto se percibiera que dicha burbuja afecta a las perspectivas de inflación y *output*. Contra esta prescripción, se esgrime que nunca se está seguro de cuando una burbuja se esta iniciando y que cuando incluso pueda ser identificada con certeza, es muy difícil calibrar las medidas adecuadas de política sin que comprometan a la estabilidad económica.

Otro argumento esgrimido contra la adopción explícita de un objetivo de estabilización financiera, es la posibilidad de que con ello se generarían conflictos entre los objetivos tradicionales. El peso que relativo que un BC sitúe sobre la estabilidad financiera puede no ser especialmente importante si dicho objetivo es auxiliar y tiende en sus orígenes a reforzar la racionalidad de las acciones de política que garantizan otros objetivos. Pero hay episodios de que aparezca un potencial conflicto entre ambos objetivos. Toda medida de política monetaria preocupa por la incidencia que tenga en los mercados financieros. Si ese BC tiene el objetivo de estabilidad financiera muy ponderado, haría que esas preocupaciones sean mayores y, por tanto, dificultaría la efectividad de la política monetaria en la consecución de la estabilidad de precios y de un crecimiento económico sostenible.

Por último, cabe cuestionarse la forma en que un objetivo de estabilidad financiera sería considerado por parte del público en general e inversores en particular, en el sentido de cómo puede afectar a sus incentivos. Parece probable que un BC que decida adoptar una aproximación activista en la persecución del objetivo de estabilidad financiera estaría expuesto a exacerbar el *moral hazard*. Los agentes pueden pensar que un BC con este objetivo, haría que estuviese más inclinado en muchos escenarios para intervenir para evitar esa crisis. Por ejemplo, los

inversores pueden percibir que un BC activista estaría más dispuesto a rescatar a aquellas instituciones financieras de gran magnitud expuestas a un riesgo sistemático. Es decir, una percepción que tendería a reforzar la visión que algunas instituciones son “demasiado grandes para derrumbarse” Este *moral hazard* también aparecería a nivel macroeconómico. Si los inversores están convencidos de que el BC responderá con una política monetaria muy laxa ante perturbaciones adversas para los mercados, pueden subestimar los riesgos que asumen en sus inversiones. Esta percepción de los inversores también generaría una mala asignación de recursos y contribuiría, sorprendentemente, al deterioro de la estabilidad financiera a medio plazo.

### Argumentos a Favor de un Mayor Activismo Hacia el Objetivo de Estabilidad Financiera.

La evidencia disponible es consistente con la idea de que la inestabilidad monetaria puede producir inestabilidad financiera. Sin embargo, la interpretación de esta evidencia y las conclusiones que se desprenden para las medidas políticas son mucho más sutiles de lo que se reconoce. En primer lugar, esta evidencia no significa que cambios inesperados de la inflación sean por sí mismas la principal fuente de inestabilidad financiera. Entonces, parecería que la única contribución que la política monetaria puede aportar a la estabilidad financiera es por medio de impedir cambios no anticipados en los precios y que la causa de esos cambios no son importantes. Esta conclusión parece difícil de justificar. En general, no es un caída no anticipada de la inflación de los precios de bienes y servicios per se lo que genera un problema financiero, sino es el descenso de los precios de los activos y la solución de los desequilibrios financieros generados en periodos anteriores lo que explica el inicio de la crisis. Es más, el descenso de la inflación no es sino una parte del proceso de normalización de los excesos anteriores y no es la principal causa de la crisis. En definitiva, es la principal fuente de inestabilidad financiera, no un descenso no anticipado de la inflación. Pueden ir juntos, pero no necesariamente.

La segunda razón y acaso más importante en estos momentos es la posibilidad cierta de que aparezcan episodios de inestabilidad financiera incluso en contextos de inflaciones bajas y reducidas. Las razones que explican el hecho de que puedan aparecer simultáneamente fases expansivas insostenibles en los mercados de créditos y mercados financieros con inflaciones bajas y estables son varias. En primer lugar, y muy frecuente en países emergentes, es el éxito de un plan de estabilización adoptado anteriormente, que al conseguir anclar las expectativas de inflación, que junto a la liberalización financiera, genera un exceso de optimismo acerca al futuro. En segundo lugar, se puede deber a las mejoras producidas en la curva de oferta, bien por mejoras tecnológicas y reformas del mercado de trabajo. La combinación de alzas de precios de los activos, fuerte crecimiento económico y baja inflación puede llevar, de nuevo, a un exceso de optimismo sobre el futuro, que lleven a más aumentos de los precios de los activos muy difíciles de justificar por la mejora original de la oferta.

En tercer lugar, y más adecuado a la situación de los últimos años en los países desarrollados, la coexistencia de crisis financiera con tasas de inflación reducida aparece asociada a la existencia de un elevado grado de credibilidad de la política monetaria. Entonces, las expectativas de inflación se encuentran muy bien ancladas y permiten que los contratos de precios y salarios a largo plazo sean frecuentes. Estas respuestas endógenas a una política monetaria creíble pueden hacer que la inflación sea menos sensible, al menos durante un tiempo, a las presiones de la demanda. Esta rigidez de precios y salarios en periodos de fuerte expansión de la demanda, llevan a un incremento de los beneficios, sobre todo si las empresas operan con exceso de capacidad o con rendimientos de escala creciente. Si, al mismo tiempo, la credibilidad de la política monetaria es tal que permite reducir el grado de incertidumbre respecto al futuro, en concreto de no contemplar una caída sostenida de la actividad económica, se genera una causalidad de menos incertidumbre, más beneficios de las empresas, más disponibilidad de los inversores a pedir prestado y de las instituciones a prestar, incremento desmesurado de los precios de los activos y, en general, a un mayor grado de exposición del sistema financiero.

Por último y muy relacionado con este último factor es el resultado de una combinación de entornos de inflaciones bajas y reducidas y BC con credibilidad suficiente y que sólo responden a señales inflacionistas que sean suficientemente claras. Entonces, estas respuestas endógenas a una política monetaria creíble, paradójicamente aumenta la probabilidad de que presiones inflacionistas latentes se manifiesten por medio de desequilibrios en el sistema financiero, en lugar de un aumento inmediato de los precios de los bienes y servicios. La incapacidad de responder a esos desequilibrios, por medio de la política monetaria o por otros instrumentos, llevan a la larga a un mayor riesgo de inestabilidad financiero y la subsiguiente deflación (durante el periodo en que se eliminan los desequilibrios) La conclusión es que los BC con elevada credibilidad necesitan estar alertas a la posibilidad de que las presiones inflacionistas comiencen a vislumbrarse en los mercados de activos en lugar de en los mercados de bienes y servicios.

## 7. Metas de Inflación y Supervisión Bancaria

Es una cuestión que escapa a las pretensiones de este trabajo, pero resulta conveniente señalar que si bien las consecuencias de mantener un objetivo de estabilidad de precios, materializado en un objetivo de inflación, son de sobra conocidas, no se conoce mucho respecto a los determinantes que llevan a un país a adoptarlo. La investigación reciente (Mukherjee y Singer, 2008) sugiere que, bajo determinados supuestos, la interacción de las estrategias del BC y del gobierno, afecta a la adopción de un objetivo de inflación. Más concretamente, en los países en los que exista una conformidad de preferencias respecto a la conveniencia de alcanzar una inflación reducida, con más probabilidad se dará un objetivo de estabilidad de precios materializado en una meta de inflación. Es decir, la combinación de un gobierno con inclinación conservadora y un BC sin las funciones de supervisión bancaria determina que ese país adopte una meta de inflación.

Este análisis supone que las funciones institucionales de un BC resultan un indicador de sus preferencias. Aquellos BBCC que mantienen o comparten las funciones de regulación y supervisión bancaria son funcionalmente responsable de mantener la estabilidad de precios y la rentabilidad de los bancos comerciales. Entonces será menos inclinado a alterar sus tipos de interés únicamente sobre la base de los objetivos de inflación. Por supuesto, no se quiere decir que aquellos BC que no tengan las responsabilidades de supervisión no estén preocupados por inflación; de hecho, son los propios bancos comerciales los más interesados en trabajar en condiciones de estabilidad de precios, pero son particularmente sensibles a cambios de las condiciones de los mercados financieros porque deben incorporarlos a los contratos de préstamos. Si el BC incrementa sus tipos de interés en base a cambios esperados del nivel de precios, aquellos bancos que han extendido sus préstamos a tipo de interés fijo se enfrentarán a una caída de los beneficios en cuanto que están forzados a elevar sus tipos de remuneración de pasivos. El aumento de los costes de obtención de fondos aumenta la probabilidad de crisis bancarias. Los clientes con préstamos a tipo de interés variable se enfrentan a un mayor riesgo de impago en un entorno de tipos de interés al alza y, por tanto, exacerbando la inestabilidad bancaria.

Ningún BC desea desenvolverse en marcos con esta inestabilidad bancaria, por lo que es razonable pensar que BC con responsabilidades supervisoras cuando implementan su política monetaria sean más sensibles a la estabilidad del sistema bancario que aquellos otros BC sin esas funciones de inspección. Y al revés, si la regulación bancaria está en manos de una agencia independiente, es plausible esperar que el BC sea más predispuesto a tener la estabilidad de precios como objetivo principal.

Algunos estudios empíricos con datos desde la década de los años setenta del siglo pasado, han demostrado que BBCC con responsabilidades de política monetaria y de supervisión, presentan una inflación mayor. Esto respalda el supuesto de que aquellos BBCC sin responsabilidades reguladoras, son más refractarios a permitir incrementos de precios que aquellos otros con autoridad supervisora.

## 06 | Resumen y Conclusiones

Como se ha señalado en la introducción, la idea motriz de este trabajo es la consideración de que la adopción de regímenes monetarios está condicionada, en la mayoría de los casos, por el colapso del régimen anterior y sus efectos. Habida cuenta de la importancia que los regímenes monetarios presentan en el funcionamiento macroeconómico de las economías, este hecho no deja de ser, cuanto menos, preocupante sobre todo si se tiene en cuenta que se está en puertas de un cambio de régimen monetario o, cuanto menos, una transformación muy grande del actual.

Después de mostrar una clasificación de los regímenes monetarios disponibles y presentar sus características más importantes, el trabajo analiza el régimen monetario vigente en la actualidad en los principales países, como es el de metas de inflación. Si bien su implantación ha sido un éxito en la mayoría de los países, en el sentido de que ha facilitado en todos ellos un proceso de desinflación importante compatible con crecimientos de la producción y el empleo, tiene debilidades que han contribuido a la génesis y expansión de la actual crisis financiera.

Así, se destaca la laxitud respecto a la creación de dinero y, sobre todo, la exclusividad de prioridades otorgada a la consecución del objetivo de inflación en términos de una medida del índice de precios al consumo (IPC). Ello ha supuesto la aparición de burbujas especulativas en diferentes mercados y la intensificación de los desequilibrios externos mundiales. El trabajo ha analizado las ventajas e inconvenientes de otros objetivos relativos al objetivo del IPC.

Curiosamente, mientras que los regímenes de tipos de cambio fijo colapsaron, fundamentalmente, por el incumplimiento de las reglas de juego establecidas, en el caso de las metas de inflación, su éxito constituyó la base de la actual crisis financiera, lo que no deja de ser un sarcasmo. En efecto, la reducción de la inflación, determinó un descenso generalizado de los tipos de interés y ante la intensidad de la recesión, y que el tipo de interés real, el significativo para las decisiones de consumo e inversión, se adentrara en valores positivos. La asimetría en cuanto a la evolución de los tipos de interés nominales, con un límite cero, por una parte, y de la inflación, con valores negativos posibles, por otra, determinaron que el tipo de interés real existente es superior al que estabilizaría la economía. Es decir, la economía alcanza la trampa de la liquidez. La única salida es la expansión fiscal y la creación de expectativas de inflación positivas. La manera en que se forman las expectativas en una economía aparece como determinante para saber si la economía puede salir de la deflación.

Pero lo realmente significativo es que la ortodoxia monetaria de este tiempo no contemplaba ningún otro objetivo. La estabilidad de precios y la estabilidad económica y financiera se suponían que eran complementarias. Con el tiempo, se ha demostrado que pueden ser sustitutivas, por lo que el logro de la estabilidad de precios no garantiza el crecimiento y la estabilidad económica. Además, las responsabilidades de un BC son mayores que el mero mantenimiento de la estabilidad de precios. Los BC deben hacer más.

Estas consideraciones son pertinentes porque cuando se apaguen las urgencias de la actual crisis financiera, será necesaria la adopción de un régimen monetario diferente, acorde a las nuevas condiciones de los mercados y a las relaciones económicas que están surgiendo. Y es de esperar que dicha opción se realice teniendo en cuenta, no solo los elementos pasados, sino precisamente, lo nuevo que está viniendo y las características de los regímenes monetarios disponibles. En definitiva, la elección del régimen monetario no venga determinado exclusivamente por urgencias a corto plazo, por muy necesarias que sean, sino que, además, se tenga en cuenta las necesidades futuras del nuevo sistema económico.

## Bibliografía

BARRO, R Y GORDON, D(1983) "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy" Journal Of Monetary Economic" 12,

BERNANKEE, BS Y M. GERTLER (2001)"Should Central Banks Respond to Movements in Assets Prices?" American Economic Review, 91(2),pp 253 -257.

BLANCHARD y GALI (2007)" Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model" Journal of Money, Credit and Banking, Suplement to Volumen 39, n° 1, 35-66.

BORDO, M y A. SCHWART (1995) "The Performance and Stability of Banking Under Self-Regulation: Theories and Evidence" Cato Journal": 14(4) 453-479

ERCEG, C., A. HENDERSON y A. T. LEVIN,1999 "Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contract" Washington Board of the Governors of the Federal Reserve System.

FREEDMAN C. y D. LAXTON (2009) "Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability" IMF Working Paper December

KYLAND. F y E. PRESCOTT,1977 "Rules Rather Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans" Journal of Political Economy 85, 473-490.

LUCAS (1971) "Expectations and the Neutrality of Money", Journal of Economic Theory,4:103-24

LUCAS 1976) "Econometric Policy Evaluation: A critique", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1:19-46

MISHKHIN, F (2008) " Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries" Emerging Markets Finance and Trade. Vol 44 N° 6 pag 5-16

SCHMITT-GROHÉ y URIBE (2007)" Optimal Inflation Stabilization in a Medium-Scale Macroeconomic Model" in Monetary Policy under Inflation Target" Edited by El Banco Central de Chile

SVENSSON (2002)" Monetary Policy and Real Stabilization" in rethinking in Stabilization Policy Federal Reserve Kansas.

WOODFORD (2002)" Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy". Princeton University Press.

## Biografía del Autor

Economista del Servicio de Estudios del Banco de España desde 1983, especializado en temas monetarios y financieros. Profesor de Macroeconomía Superior de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense. Profesor colaborador de diferentes Masters. Desde 2008, profesor en el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) de las asignaturas de Macroeconomía, Política Económica y Política Monetaria y Presupuestaria. En 2003 fue nombrado por la Comunidad Europea Jefe de Expertos para la Coordinación Macroeconómica de MERCOSUR. Ha escrito una monografía "Funcionamiento Macroeconómico Actual de Economías Abiertas" y ha publicado numerosos artículos en revistas especializadas (Papeles de Economía, Boletín Económico del Banco de España, Perspectivas del Sistema Financiero, Cuadernos Financieros, Revista del Colegio de Economistas, Información Comercial Española, Análisis Financiero Internacional) en medios de divulgación general (El País) y periódicos digitales (Diariocrítico.com, Economía.com...). Ha colaborado como autor de capítulos de diferentes libros.

## **DOCUMENTOS PUBLICADOS**

**Documento de Trabajo N° 1** - El Mercado Hipotecario Español los Títulos del Mercado Hipotecario.  
Gregorio Arranz Pumar.

**Documento de Trabajo N° 2** - El Mercado Hipotecario Español, Marco Jurídico.  
Ubaldo Nieto Carol.

**Documento de Trabajo N° 3** - Análisis de la Evolución de la Banca Mediana Española a través de la Teoría de los Recursos y Capacidades y el Análisis del Entorno.  
José Manuel Piñeiro Becerra.

**Documento de Trabajo N° 4** - Para leer la Información Financiera de un Banco Comercial.  
Jorge Pérez Ramírez.

**Documento de Trabajo N° 5** - Assessment and Selection of Hedge Funds and Funds of Hedge Funds.  
Joaquín López Pascual.  
Raúl Daniel Cuellar.

C/Serrano Anguita, 8, 9 y 13 • 28004 MADRID  
Telf.: 902 21 00 91 • Telf.: 91 448 08 92 • [www.cunef.edu](http://www.cunef.edu)