

La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?

Libro para el profesor



© Banco Central Europeo, 2005

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno
Alemania

Apartado de correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno
Alemania

Teléfono

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Autor

Dieter Gerdesmeier

Concepción y diseño

MEDIA CONSULTA Advertising GmbH
Wassergasse 3
10179 Berlín
Alemania

Fotografía

Andreas Pangerl (p. 15)
Corbis (pp. 23, 37)
Banco Central Europeo (pp. 1, 6, 9, 51, 54, 55, 96)
Image Source (p. 13)
Photos.com (pp. 10, 11, 14, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 24, 29, 30, 33, 38,
46, 47, 59, 60, 61, 65, 73, 74, 75, 81, 82, 85, 86, 87, 89, 91, 93, 94, 95)

*Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción
para fines docentes o sin ánimo de lucro siempre
que se cite la fuente.*

ISBN (edición impresa) 92-9181-771-6
ISBN (edición electrónica) 92-9181-772-4

La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?

Libro para el profesor

Prólogo	6
Resumen	9
	
Capítulo 1 Introducción	13
	
Capítulo 2 Breve historia del dinero	15
2.1 Funciones del dinero	16
2.2 Formas de dinero	18
	
Capítulo 3 La importancia de la estabilidad de precios	23
3.1 ¿Qué es la estabilidad de precios?	24
3.2 Medición de la inflación	24
3.3 Los beneficios de la estabilidad de precios	29
	
Capítulo 4 Factores determinantes de la evolución de los precios	37
4.1 Lo que la política monetaria puede y no puede hacer – breve resumen	38
4.2 Dinero y tipos de interés: ¿cómo puede influir la política monetaria sobre los tipos de interés?	40
4.3 ¿Cómo influyen las variaciones de los tipos de interés sobre las decisiones de gasto de los consumidores y las empresas?	42
4.4 Factores determinantes de la evolución de los precios a corto plazo	46
4.5 Factores determinantes de la evolución de los precios a largo plazo	48
	
Capítulo 5: La política monetaria del BCE	51
5.1 Breve repaso a la historia	52
5.2 El marco institucional	55
5.3 La estrategia de política monetaria del BCE	60
5.4 Resumen del marco operativo del Eurosistema	76

Glosario	81
Anexo 1: Los consecuencias de la inflación: algunos ejemplos cuantitativos	83
Anexo 2: Ejercicios	85
Bibliografía	93
Recuadros	
Recuadro 3.1 Medición de la inflación – un ejemplo sencillo	25
Recuadro 3.2 La relación entre la inflación esperada y los tipos de interés. El denominado efecto «Fisher»	28
Recuadro 3.3 Hiperinflación	32
Recuadro 3.4 Demanda de efectivo	33
Recuadro 4.1 ¿Por qué los bancos centrales pueden influir (<i>ex ante</i>) sobre los tipos de interés? El papel de los precios «rígidos»	41
Recuadro 4.2 ¿Cómo afectan las variaciones de la demanda agregada a la actividad económica y a la evolución de los precios?	42
Recuadro 4.3 Teoría cuantitativa del dinero	49
Recuadro 5.1 El camino hacia la moneda única, el euro	52
Recuadro 5.2 Los criterios de convergencia	56
Recuadro 5.3 Elaboración y características del IAPC	63
Recuadro 5.4 Un margen de seguridad contra la deflación	64
Recuadro 5.5 La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE	65
Recuadro 5.6 Indicadores económicos y financieros reales	67
Recuadro 5.7 Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro	70
Recuadro 5.8 Agregados monetarios	71
Recuadro 5.9 El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario	73

Prólogo



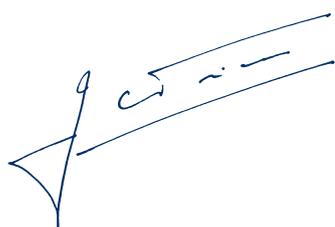
Jean-Claude Trichet

Más de 300 millones de ciudadanos de doce países europeos comparten la misma moneda: el euro. Al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) le ha sido encomendada la competencia de la política monetaria única de estos países, que se conocen colectivamente como «zona del euro». El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea asigna al Eurosistema —integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro— como función principal el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro. Dicho de otro modo, al Consejo de Gobierno le corresponde la responsabilidad de mantener el poder adquisitivo del euro. Este mandato refleja un amplio consenso de la sociedad en el sentido de que, mediante el mantenimiento de la estabilidad de los precios, la política monetaria contribuye de manera significativa al crecimiento económico sostenido y, por tanto, a la creación de empleo.

La independencia del Eurosistema para el desempeño de sus funciones está recogida en el Tratado. Por otra parte, el Consejo de Gobierno ha adoptado —y publicado—

una estrategia de política monetaria orientada al logro de la estabilidad de precios y aplica un marco operativo eficiente para la gestión de la política monetaria. En breve, el Eurosistema cuenta con todos los instrumentos y competencias necesarios para la ejecución satisfactoria de la política monetaria.

Al igual que todas las instituciones importantes e independientes de la sociedad actual, el Eurosistema ha de lograr una relación de proximidad con el público y que los ciudadanos europeos entiendan adecuadamente las actividades que lleva a cabo. Por ello, resulta importante explicar su mandato y su política a un mayor número de personas. En este libro se ofrece una panorámica completa, aunque fácilmente comprensible, de las razones por las que la estabilidad de precios es tan importante para garantizar el sostenimiento de la prosperidad y la forma en que la política monetaria está orientada al logro de este objetivo.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'J' and 'C' followed by a series of loops and a final flourish.

Jean-Claude Trichet
Presidente del Banco Central Europeo

Agradecimientos

La elaboración de este libro se ha beneficiado enormemente de los numerosos comentarios y sugerencias de mis compañeros del BCE, a los que deseo expresar mi más sincero agradecimiento. Asimismo, deseo expresar mi gratitud a los miembros del Comité de Comunicación Externa del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Panel de Expertos, así como a los compañeros de la División de Servicios Lingüísticos y de la División de Traducción del BCE, H. Ahnert, J. Ahonen, W. Bier, D. Blenck, E. Bracke, D. Clarke, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H. J. Klöckers, Prof. Dr. D. Lindenlaub, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, H. Pill, C. Pronk, P. Rispal, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, Prof. Dr. H. J. Schlösser, R. K. Schüller, A. Spivack, G. Vitale, C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Fráncfort del Meno, noviembre del 2005

La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?

Resumen

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea encomienda al Eurosistema¹ —compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de todos los Estados miembros de la Unión Europea— la función prioritaria de mantener la estabilidad de precios. Esta tarea, que se considera el objetivo principal del SEBC por fundadas razones de índole económica, refleja las lecciones extraídas de la experiencia adquirida en el pasado, y encuentra su fundamento en teorías económicas e investigaciones empíricas que indican que, mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios, la política monetaria puede contribuir significativamente al bienestar general, por cuanto que fomenta el incremento de los niveles de actividad económica y de empleo.

Teniendo en cuenta el amplio reconocimiento dado a los beneficios de la estabilidad de precios, estimamos necesario explicar, especialmente a los jóvenes, la importancia de la estabilidad de precios, cuál es la mejor forma de lograrla, y cómo el mantenimiento de la misma respalda los objetivos económicos generales de la Unión Europea.

Los beneficios de la estabilidad de precios, y los costes asociados a la inflación o la deflación, están estrechamente relacionados con el dinero y sus funciones. Por ello, el capítulo 2 está dedicado a las funciones y la historia del dinero. En él se explica, en primer lugar, que en un mundo sin dinero, es decir, en una economía de trueque, los costes derivados del intercambio de bienes y servicios, —por ejemplo los costes de información, de búsqueda y de transporte—, serían muy elevados. Y en segundo lugar, que el dinero favorece un intercambio más eficiente de bienes y contribuye, por lo tanto, al bienestar de todos los ciudadanos. A estas reflexiones sigue un análisis más detallado del papel del dinero y de sus tres funciones básicas: medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta.

Los principales hitos de la historia del dinero se exponen concisamente en este capítulo. A lo largo del tiempo, las distintas sociedades han utilizado diversas formas de dinero, entre las que destacan especialmente el dinero mercancía, la moneda metálica, el papel moneda y el dinero electrónico.

El capítulo 3 aborda más detenidamente la importancia de la estabilidad de precios. En concreto, analiza por qué la inflación y la deflación constituyen fenómenos económicos que pueden tener consecuencias negativas graves para la economía. El capítulo comienza con la definición de estos conceptos. En principio, la inflación se define como un



El Banco Central Europeo

¹ El término «Eurosistema» no aparece en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y tampoco en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE), que establecen los objetivos y las funciones del SEBC, formado por el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de todos los Estados miembros. Sin embargo, por cuanto existen Estados miembros que no han adoptado el euro, las disposiciones relativas a los objetivos y las funciones del SEBC no se aplican a ellos. En este contexto, resulta habitual referirse al BCE y a los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro mediante el término «Eurosistema», a cuya utilización se anima desde Consejo de Gobierno del BCE.

incremento generalizado de los precios de los bienes y los servicios durante un período prolongado que da lugar a una disminución del valor del dinero y, en consecuencia, de su poder de compra. La deflación se produce cuando el nivel general de precios desciende durante un período prolongado.

Tras un breve apartado en el que se ilustran algunos de los problemas relacionados con la medición de la inflación, se describen los beneficios de la estabilidad de precios. La estabilidad de precios contribuye a la mejora del nivel de vida reduciendo la incertidumbre relativa a la evolución general de los precios y aumentando así la transparencia del mecanismo de precios. Además, permite a los consumidores y a las empresas identificar más fácilmente las variaciones de los precios que no son comunes a todos los bienes (conocidas como «alteraciones de los precios relativos»), y fomenta el bienestar general en tanto que propicia la reducción de las primas de riesgo de inflación de los tipos de interés, elimina la necesidad de las actividades de cobertura de riesgos y atenúa las distorsiones originadas por los sistemas fiscales y de seguridad social. Por último, la estabilidad de precios impide una distribución arbitraria de la riqueza y de la renta derivada, por ejemplo, del descenso del valor real de los activos nominales (ahorros en forma de depósitos bancarios, títulos de deuda pública, salarios nominales) que se produce cuando existe inflación. Una disminución significativa de la riqueza y de las rentas reales como resultado de niveles de inflación elevados puede constituir una fuente de malestar social e inestabilidad política. En definitiva, mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios, los bancos centrales contribuyen a la consecución de los objetivos económicos generales y con ello fomentan la estabilidad política.

El capítulo 4 se centra en los factores determinantes de la evolución de los precios. Comienza describiendo brevemente el papel y las limitaciones de la política monetaria para, a continuación, explicar la forma en la que los bancos centrales pueden influir sobre los tipos de interés a corto plazo.

El banco central es el único proveedor de billetes y reservas bancarias. Los bancos solicitan frecuentemente créditos al banco central para cubrir las necesidades de billetes de sus clientes y cumplir las exigencias de reservas mínimas (es decir, de depósitos) del banco central, que, de este modo, puede fijar el tipo de interés de sus préstamos y, por lo tanto, influir en los tipos de interés de otros mercados.

Las variaciones de los tipos de interés de mercado afectan a las decisiones de gasto de los hogares y las empresas y, en último término, a la actividad económica y la inflación. Así, cuanto mayores son los tipos de interés, más caro resulta invertir, con lo que el gasto en inversión tiende a ser menor. Asimismo, como regla general, los tipos de interés elevados hacen más atractivo el ahorro y traen consigo una reducción de la demanda de consumo. Por consiguiente, en circunstancias normales, cabe esperar que un incremento de los tipos de interés origine una caída del consumo y de la inversión, que, en última instancia y si todos los demás factores se mantienen constantes, debería atenuar las presiones inflacionistas. La política monetaria puede influir en alguna medida sobre la actividad real, si bien de forma transitoria. En cambio, los efectos de la política monetaria sobre la evolución de los precios y, por lo tanto, sobre la inflación son duraderos.

Los apartados siguientes examinan más detalladamente los factores determinantes del proceso inflacionista en plazos más cortos. De acuerdo con un modelo bastante simple que describe los conceptos de oferta agregada y de demanda agregada, diversos factores económicos, —entre los que se cuentan los incrementos del consumo y de la inversión, de los déficit presupuestarios gubernamentales y de la tasa de las exportaciones netas—, pueden dar lugar a variaciones en los niveles de precios a corto plazo. Además, los aumentos de los precios de los consumos intermedios o de los salarios reales que



no se vean compensados por ganancias de productividad pueden generar presiones alcistas sobre la inflación.

En este contexto, se hace especial hincapié en el hecho de que la política monetaria no puede controlar completamente la evolución de los precios a corto plazo. Sin embargo, en este capítulo se explica que, desde una perspectiva a más largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario. Por consiguiente, resulta innegable que la política monetaria, contrarrestando los riesgos para la estabilidad de precios, tiene capacidad para controlar la inflación a medio y largo plazo.

En el último capítulo se describe brevemente la política monetaria del BCE. Tras una exposición pormenorizada del proceso que condujo al establecimiento de la Unión Económica y Monetaria, se analiza en los siguientes apartados el marco institucional de la política monetaria única, la estrategia de política monetaria del BCE, y los instrumentos de política monetaria que utiliza el Eurosistema (formado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los países que han adoptado el euro). Para precisar el objetivo del SEBC, el Consejo de Gobierno del BCE formuló, en 1998, la siguiente definición cuantitativa de estabilidad de precios: *«La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro. La estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo»*. Además, el Consejo de Gobierno manifestó en mayo del 2003 que, de acuerdo con esta definición, dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación por debajo aunque *«próxima al 2% a medio plazo»*.

En la estrategia del BCE, las decisiones de política monetaria se basan en el análisis minucioso de los riesgos para la estabilidad de precios. Este análisis se articula en torno a dos pilares complementarios para el examen de la evolución de los precios. El primero tiene como objetivo evaluar los determinantes de la evolución de los precios de corto a medio plazo, centrándose en la actividad económica real y en las condiciones financieras de la economía. Esta perspectiva considera el hecho de que, durante ese horizonte temporal, la evolución de los precios se ve fuertemente influida por la interacción de oferta y demanda en los mercados de bienes y servicios y de factores de producción, es decir, de capital y trabajo. El BCE denomina esta perspectiva «análisis económico». El segundo pilar, denominado «análisis monetario», atiende a horizontes más prolongados, considerando la relación a largo plazo entre la cantidad de dinero en circulación y los precios. El análisis monetario se utiliza, principalmente, como instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, las indicaciones de corto a medio plazo procedentes del análisis económico.

Sobre la base de esta valoración, el Consejo de Gobierno del BCE decide el nivel de los tipos de interés a corto plazo a fin de garantizar que las presiones inflacionistas y deflacionistas se ven compensadas y que la estabilidad de precios se mantiene a medio plazo.



En la estrategia del BCE, las decisiones de política monetaria se basan en un análisis detallado de los riesgos para la estabilidad de precios.



Capítulo 1: Introducción

Cuando en las encuestas de opinión se pregunta a los ciudadanos europeos acerca de la situación económica, expresan, por lo general, su deseo de vivir en un entorno sin inflación ni deflación. El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea ha encomendado al Eurosistema la responsabilidad de mantener la estabilidad de precios, lo que desde el punto de vista económico resulta muy adecuado. Este mandato refleja las lecciones aprendidas en los últimos años y cuenta con el respaldo de la teoría y de la investigación económicas, que sugieren que, mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios, la política monetaria contribuye en gran medida al bienestar económico general y a la existencia de un elevado nivel de actividad económica y de empleo.

Habida cuenta del amplio reconocimiento de los beneficios de la estabilidad de precios, es importante que todos los ciudadanos, y particularmente los jóvenes, entiendan la importancia que reviste, cuál es la mejor forma de lograrla y en qué manera su mantenimiento contribuye a la consecución de los objetivos más generales de la Unión Europea.

Este libro se divide en varios capítulos, que abordan cuestiones básicas y que pueden consultarse por separado en el orden y momento precisos. No obstante, el grado de complejidad de los capítulos 4 y 5 es mayor que el de los capítulos iniciales. Para entender completamente el capítulo 5, es necesario haber leído con atención el 3 y, especialmente, el 4. Otras cuestiones específicas son analizadas con mayor detalle en los recuadros complementarios.

Los beneficios de la estabilidad de precios, y los costes asociados a la inflación y a la deflación, están estrechamente relacionados con el dinero y sus funciones. Por ello, el capítulo 2 está dedicado a las funciones e historia del dinero. En él se explica, en primer lugar, que en un mundo sin dinero, es decir, en una economía de trueque, los costes derivados del intercambio de bienes y servicios serían muy elevados. Y, en segundo lugar, que el dinero favorece un intercambio más eficiente de bienes y contribuye, por lo tanto, al bienestar de todos los ciudadanos. A estas reflexiones sigue un análisis más detallado del papel del dinero y de sus funciones básicas en el apartado 2.1. A lo largo del tiempo, las distintas sociedades han utilizado diversas formas de dinero. Los principales hitos de la historia del dinero se exponen concisamente en el apartado 2.2.

El capítulo 3 aborda la importancia de la estabilidad de precios. Comienza definiendo los conceptos de inflación y deflación (apartado 3.1) para, a continuación, ilustrar brevemente algunas cuestiones relacionadas con la medición de la inflación (apartado 3.2), y examinar con detenimiento los beneficios de la estabilidad de precios, así como los efectos negativos de la inflación (y de la deflación) (apartado 3.3).

El capítulo 4 se centra en los factores determinantes de la evolución de los precios. Comienza con una breve panorámica general (apartado 4.1), y a continuación, analiza la influencia de la política monetaria sobre los tipos de interés (apartado 4.2) y los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre las decisiones de gasto de los hogares y las empresas (apartado 4.3). El apartado siguiente examina los factores determinantes del proceso inflacionista en plazos más cortos haciendo especial hincapié en el hecho de que la política monetaria por sí misma no puede controlar la evolución de los precios a corto plazo por cuanto que existen otros factores económicos que pueden afectar a la inflación en este horizonte temporal (apartado 4.4). No obstante, resulta innegable que la política monetaria tiene capacidad para controlar la inflación a largo plazo (apartado 4.5).

En el último capítulo se describe brevemente la política monetaria del BCE. Tras una exposición pormenorizada del proceso que condujo al establecimiento de la Unión Económica y Monetaria (apartado 5.1), en los siguientes apartados se analiza el marco institucional de la política monetaria única (apartado 5.2), la estrategia de política monetaria del BCE (apartado 5.3) y el marco operativo del Eurosistema (apartado 5.4).

Para obtener información más detallada, consúltense el glosario y la bibliografía al final del libro.



Los distintos capítulos que forman este libro contienen información básica y cada uno de ellos puede consultarse de forma independiente.



Capítulo 2: Breve historia del dinero

El dinero es un elemento indispensable de la vida moderna. Este capítulo explica qué es el dinero, por qué lo necesitamos, por qué se acepta y durante cuánto tiempo ha existido.

El apartado 2.1
explica las funciones del dinero.

El apartado 2.2
ofrece una síntesis de los
distintos bienes que a lo largo
del tiempo se han utilizado
como dinero.

2.1 Funciones del dinero

Historia de la palabra «moneda»

El dinero desempeña un papel fundamental en la economía de hoy en día. No resulta exagerado decir que «el dinero hace girar el mundo» y que las economías modernas no podrían funcionar sin dinero. La palabra «moneda» tiene su origen en la civilización romana. En la antigua Roma, la palabra «monitor» o «moneta» significaba consejero, es decir, una persona que avisa o que aconseja. Según algunos historiadores, el significado de la palabra se remonta a un acontecimiento fundamental de la historia de Roma. Durante una invasión de los galos, en el año 390 a. de C., los graznidos de una bandada de gansos del templo de la diosa Juno, situado en la colina Capitolina, dieron la voz de alarma a los defensores romanos salvándolos de la derrota. Como muestra de agradecimiento, los romanos construyeron un templo dedicado a Moneta, la diosa que avisa o que aconseja. En las proximidades de este templo, se construyó, en el año 289 a. de C., la primera fábrica de moneda romana, en la que en un principio se acuñaban monedas de cobre y, posteriormente, de plata. Muchas de estas monedas representaban la efigie de Juno Moneta en una de sus caras. Por tanto, las palabras «moneda» y «casa de la moneda» tienen su origen en el nombre de esta deidad.

Funciones del dinero

¿Qué es el dinero? Si tuviéramos que definir el dinero en el momento actual, pensaríamos inmediatamente en billetes y monedas, a los que consideramos dinero porque tienen liquidez. Esto significa que son aceptados y que se puede disponer de ellos para efectuar pagos en todo momento. Si bien es indiscutible que los billetes y monedas cumplen esta finalidad, hoy en día existen otros activos que tienen mucha liquidez y que pueden convertirse fácilmente en dinero efectivo o emplearse para realizar pagos a un coste muy bajo como, por ejemplo, los depósitos a la vista y otros tipos de depósitos que se tienen en los bancos². En consecuencia, estos instrumentos están incluidos en aquellas definiciones de dinero que se refieren al «dinero en sentido amplio».

Las diversas formas de dinero han variado sustancialmente a lo largo del tiempo. El papel moneda y los depósitos bancarios no han existido siempre. Por tanto, resulta útil definir el dinero en términos más generales. El dinero puede considerarse como un bien muy especial que desempeña varias funciones básicas. En concreto, sirve como medio de cambio, depósito de valor y unidad de cuenta. Por ello se dice a veces que «el dinero es lo que el dinero hace».

Para entender mejor estas funciones, debemos pensar en la forma en que la gente tenía que realizar sus intercambios antes de que existiese el dinero. Sin dinero, la gente estaba obligada a intercambiar bienes y servicios usando el sistema del trueque. Aunque en una economía basada en este sistema cabe en alguna medida la división del trabajo, existen limitaciones de carácter práctico y todo intercambio de bienes conlleva «costes de transacción» muy elevados.

En una economía de trueque, el problema más evidente es que se tiene que encontrar una persona que desee adquirir exactamente los mismos bienes o servicios que se

² Los depósitos a la vista son fondos de los que puede disponerse de forma inmediata para realizar transacciones. Cabe mencionar que el dinero electrónico de las tarjetas de prepago se considera un tipo de depósito a la vista.



La palabra «moneda» tiene su origen en la civilización romana.

tienen para ofrecer, y que esté dispuesta a ofrecer lo que se desea obtener a cambio. Dicho de otro modo, para concluir con éxito una transacción de trueque es necesario que *exista una coincidencia mutua de deseos*. Por ejemplo, un panadero que quisiera obtener un corte de pelo a cambio de unas barras de pan tendría que encontrar un barbero dispuesto a aceptar pan a cambio de un corte de pelo. No obstante, si lo que desease el barbero es un par de zapatos, tendría que esperar hasta encontrar un zapatero que quisiera un corte de pelo a cambio de un par de zapatos. Por tanto, en una economía basada en el trueque existen costes sustanciales consistentes en encontrar a la persona adecuada para realizar un intercambio, además de la necesidad de esperar y de almacenar los bienes.

El dinero como medio de cambio

Al objeto de evitar los inconvenientes asociados a la economía de trueque, algunos bienes pueden emplearse como medio de cambio. Esta forma primaria de dinero utilizada para el intercambio se denomina *dinero mercancía*. A primera vista, podría parecer que intercambiar un bien por dinero y el dinero por otro bien hace que las transacciones sean más complicadas. No obstante, si se considera más detenidamente, es evidente que la utilización de un bien como medio de cambio facilita considerablemente todo el proceso, en la medida en que la coincidencia mutua de deseos deja de ser necesaria para que el intercambio de bienes y servicios pueda tener lugar. Resulta obvio que una de los requisitos indispensables para que este determinado bien pueda cumplir la función de dinero es que sea aceptado por todos como medio de cambio, ya sea en virtud de la tradición, de costumbres no escritas o por imperativo legal.

Asimismo, resulta evidente que los bienes utilizados como medio de pago han de contar con ciertas características técnicas específicas. En concreto, dichos bienes han de ser fácilmente transportables, duraderos, divisibles y su calidad ha de poder determinarse sin dificultad. Desde un punto de vista más estrictamente económico, el dinero ha de ser un bien escaso, puesto que sólo los bienes de esta naturaleza tienen un valor positivo.

El dinero como depósito de valor

Si el bien empleado como dinero mantiene su valor a lo largo del tiempo, puede conservarse durante períodos de tiempo más prolongados. Esto resulta particularmente útil puesto que permite separar la venta del bien de su entrega. En este caso, el dinero desempeña la importante función de depósito de valor.

Por este motivo, los bienes que también pueden utilizarse como depósito de valor se prefieren a los que sólo sirven de medio de cambio. Aunque bienes como, por ejemplo, las flores o los tomates podrían, en principio, emplearse como medio de cambio, no servirían de depósito de valor y, por tanto, no se usarían como dinero. Así pues, si esta función del dinero no se cumple de forma adecuada (por ejemplo, si el bien que se utiliza como dinero pierde su valor con el paso del tiempo) la gente se serviría de la función de depósito de valor de otros bienes o incluso volvería al trueque.

El dinero como unidad de cuenta

Igualmente importante es la tercera función del dinero: unidad de cuenta. Para explicarla, podemos volver al ejemplo anterior. Incluso si se supera la dificultad de la coincidencia mutua de deseos, la gente tendría que determinar la proporción de intercambio exacta entre, por ejemplo, pan y un corte de pelo, entre un corte de pelo



El dinero debe servir como reserva de valor, medio de pago y unidad de cuenta.



Una gran variedad de objetos han sido utilizados como dinero, por ejemplo, las conchas de colores brillantes.

y un par de zapatos. Estas «proporciones de intercambio» —por ejemplo, el número de barras de pan que equivalen a un corte de pelo— se denominan *precios relativos* o *relaciones de intercambio*. En el mercado, el precio relativo tendría que establecerse para cada par de bienes o de servicios y, por supuesto, todas las personas que participasen en el intercambio necesitarían toda la información referente a la relación de intercambio entre todos los bienes. Se ve claramente que, en relación con dos bienes, sólo existe un precio relativo y, en relación con tres bienes, sólo existen tres precios relativos (es decir pan respecto a corte de pelo, corte de pelo respecto a zapatos, y pan respecto a zapatos). Sin embargo, si se consideran 10 bienes, existen 45 precios relativos, y si se tienen en cuenta 100 bienes, el número de precios relativos asciende a 4.950³. Así pues, cuanto mayor sea el número de bienes para intercambiar, más difícil será disponer de la información referida a todas las «proporciones de intercambio» posibles. En consecuencia, obtener y recordar la información acerca de las relaciones de intercambio, genera costes elevados para los participantes en las economías de trueque, que se incrementan de forma desproporcionada en relación al número de bienes que se intercambian. Estos recursos podrían utilizarse de forma más eficiente si uno de los bienes se utilizase como unidad de cuenta (o «numerario»). En este caso, el valor de todos los bienes puede expresarse en función de dicho «numerario» y el número de precios que la gente tiene que identificar y recordar puede disminuir significativamente⁴. Por tanto, si todos los precios están expresados en dinero, las transacciones resultan mucho más sencillas. En términos más generales, no sólo pueden expresarse en dinero los precios de los bienes, sino también los de cualquier activo. Todos los agentes económicos que operan en una zona monetaria determinada calcularán costes, precios, salarios, renta, etc. en las mismas unidades monetarias. Como ocurre en relación con las funciones del dinero anteriormente descritas, cuanto menos estable y fiable sea el valor del dinero, más difícil será que desempeñe esta importante función. En consecuencia, una unidad de cuenta fiable y con aceptación general constituye una base sólida para el cálculo de precios y costes, lo que mejora la transparencia y la fiabilidad.

2.2 Formas de dinero

La naturaleza de los bienes utilizados como dinero ha ido cambiando con el paso del tiempo. Generalmente, se acepta que lo que en algunos momentos constituyó la función principal de estos bienes, a menudo no coincidía con su finalidad original. Parece que determinados bienes eran elegidos para ser empleados como dinero porque podían ser almacenados sin dificultad, tenían un valor elevado y un peso relativamente reducido, eran fácilmente transportables y eran duraderos. Así pues, la evolución del dinero ha estado impulsada por diversos factores, como la importancia relativa de los intercambios comerciales y el estado de la evolución de la economía.

Dinero mercancía

Diversos artículos han sido utilizados como dinero mercancía, entre los pueden citarse las *wampum*, cuentas hechas de conchas de los indios americanos, las *cowries*, conchas de colores muy vivos empleadas en la India, los dientes de ballena en Fiji, el tabaco en las primeras colonias de Norteamérica, unos discos grandes de piedra utilizados en la

³ De forma más general, para un número n de bienes, existen $\frac{n \times (n - 1)}{2}$ precios relativos.

⁴ Es decir, el número de precios absolutos será $n - 1$.

isla de Yap, situada en el Pacífico, y los cigarrillos y el licor en la Alemania de los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

Moneda metálica

La introducción de la moneda metálica constituyó un medio por el que las antiguas sociedades intentaron superar los problemas asociados al uso de bienes perecederos como dinero. Se desconoce exactamente el momento y el lugar en que este tipo de dinero fue empleado por primera vez. Lo que se sabe con certeza es que la moneda metálica ya se utilizaba en Asia en torno al año 2000 a. de C., aunque no parece que en aquellos tiempos su peso se hubiera estandarizado ni que su valor estuviese certificado por quienes ejercían el poder. Se usaban trozos o barras de oro o de plata como dinero mercancía, puesto que eran fáciles de transportar, no se deterioraban, podían dividirse sin demasiada dificultad y, además, podían fundirse para fabricar piezas de joyería.

Monedas de metal

Los europeos fueron de los primeros pueblos en elaborar monedas metálicas estandarizadas y certificadas. Los griegos introdujeron monedas de plata hacia el 700 a. de C.; Aegina (595 a. de C.), Atenas (575 a. de C.) y Corinto (570 a. de C.) fueron las primeras ciudades-estado griegas en acuñar sus propias monedas. El contenido de plata de la dracma ateniense, conocida porque en ella se representaba la lechuza legendaria, se mantuvo estable durante casi 400 años. Las monedas griegas eran utilizadas en un entorno muy vasto, —que fue ampliado por Alejandro Magno—, y los arqueólogos las han encontrado en una extensión geográfica que comprende desde España hasta la India. Los romanos, que con anterioridad habían empleado como dinero barras de bronce muy pesadas llamadas *aes signatum*, adoptaron la innovación griega consistente en el uso de monedas oficiales y fueron los primeros en introducir el sistema bimetálico utilizando el *denarius* de plata y el *aureus* de oro.

En tiempos del emperador Nerón, en el siglo I d. de C., el contenido de metales preciosos de las monedas comenzó a reducirse, a medida que las fábricas de moneda imperiales empezaron a sustituir el oro y la plata por aleaciones al objeto de financiar el enorme déficit del imperio. Como consecuencia de la disminución del valor intrínseco de las monedas, los precios de los bienes y de los servicios comenzaron a incrementarse. Posteriormente, se produjo una subida general de los precios que posiblemente contribuyera a la caída del Imperio Romano de Occidente. El *solidus* del Imperio Romano Oriental, introducido por Constantino el Grande en el siglo IV d. de C., mantuvo su peso y contenido de metal originales hasta mediados del siglo XI, adquiriendo así una reputación que lo convirtió en la principal moneda para el comercio internacional durante más de cinco siglos. Las monedas grecobizantinas fueron utilizadas como moneda internacional y se han llegado a encontrar en yacimientos arqueológicos de Altai, Mongolia. No obstante, a mediados del siglo XI, la economía monetaria bizantina desapareció y fue reemplazada por un nuevo sistema que perduró durante el siglo XII, hasta que la conquista de Constantinopla por los cruzados, en el año 1204, puso fin a la historia del sistema monetario grecorromano.

Los griegos y los romanos habían propagado la costumbre del uso de las monedas, así como los conocimientos técnicos necesarios para su acuñación en una amplia zona geográfica. Durante casi toda la Edad Media, las monedas de oro y plata acuñadas localmente constituyeron el principal medio de pago, si bien el empleo de las monedas de cobre fue en aumento. En el año 793 d. de C., Carlomagno reformó y uniformó el sistema monetario franco, e introdujo un patrón monetario conforme al cual una libra de plata



Los chinos comenzaron a utilizar el papel moneda alrededor del año 800 y continuaron haciéndolo durante varios cientos de años.

(408g) equivalía a 20 chelines y a 240 peniques: este patrón se mantuvo vigente en el Reino Unido y en Irlanda hasta 1971.

Tras la caída de Constantinopla, las ciudades-estado de Génova y Florencia, que destacaban por su actividad comercial, introdujeron en 1252 la acuñación de monedas de oro con el *genoin* genovés y la *florina* (o *florín*) florentina. En el siglo XV el *ducato* veneciano pasó a ocupar el lugar de estas monedas.

Papel moneda

Los chinos comenzaron a usar el papel moneda hacia el año 800 d. de C. en tiempos del emperador Hien Tsung y continuaron empleándolo durante varios siglos. Este papel moneda no tenía valor como mercancía y era dinero por decreto imperial, lo que se denomina moneda fiduciaria, es decir, dinero *sin* valor intrínseco. Su utilización estaba muy extendida en China alrededor del año 1000 d. de C., pero se abandonó en torno a 1500 cuando la sociedad china entró en declive a raíz de la conquista de los mongoles.

Obligaciones

Pese a todo, resultaba difícil realizar operaciones comerciales a larga distancia por cuanto que sólo podía almacenarse valor en forma de monedas o bienes. Las ciudades italianas fueron las primeras en introducir certificados de deuda («obligaciones» o «letras de cambio») como medio de pago.

A fin de reducir el riesgo de robos durante los viajes, los comerciantes llevaban consigo dichas obligaciones. En los certificados se consignaba el nombre del deudor y del prestador, la fecha de pago, y se anotaba la cantidad de oro o plata. Los banqueros empezaron a comerciar pronto con estas obligaciones. El primer documento que evidencia este tipo de contrato data del año 1156.

Las obligaciones continuaron utilizándose sobre todo por los comerciantes italianos, y el sistema bimetálico continuó siendo el más importante hasta la Guerra de los Treinta Años. Debido al caos económico causado por la guerra, algunos dirigentes, como por ejemplo, los reyes suecos, comenzaron a preferir el papel moneda, que posteriormente fue introducido por el Banco de Inglaterra en 1694 y en Francia, por la Banque générale en 1716. El advenimiento de la moneda fiduciaria en Europa señaló el principio de una nueva fase de la evolución del dinero. La competencia para el establecimiento y la regulación del sistema de dinero fiduciario de los distintos países siguió perteneciendo a los gobiernos, aunque otras entidades públicas y privadas —como los bancos centrales y el sistema financiero— han desempeñado un papel fundamental en el éxito de la moneda nacional.

El patrón oro

Desde la introducción de la moneda fiduciaria hace aproximadamente dos siglos, el sistema monetario ha experimentado importantes modificaciones. El papel moneda tenía, y sigue teniendo, curso legal exclusivamente por decreto de la autoridad competente. Se emitía en unidades fijas de moneda nacional y tenía un valor nominal claramente determinado. Durante mucho tiempo, los estados han mantenido reservas de oro en sus respectivos bancos centrales a fin de garantizar la credibilidad de su moneda: este sistema se conoce como *Patrón Oro*. Las monedas nacionales, en forma de monedas metálicas y billetes de papel fiduciario eran convertibles en oro a una paridad

Los Estados nacionales mantuvieron reservas en oro en sus bancos centrales para garantizar la credibilidad de su moneda.

fija. Gran Bretaña fue de hecho el primer país en establecer el patrón oro en 1816, y Sir Isaac Newton, en 1717, fijó el tipo de cambio en 3,811 libras esterlinas por onza de oro.

Tras el comienzo de la Primera Guerra Mundial, muchos países empezaron a imprimir cada vez más dinero al objeto de financiar el coste de la guerra. En Alemania, por ejemplo, el número de billetes emitidos por el Reichsbank se incrementó desde 2.593 millones en 1913 hasta un total de 92.844.720,7 miles de millones de billetes en circulación el 18 de noviembre de 1923, lo que llevó a una situación de hiperinflación⁵. A consecuencia del incremento del dinero en circulación, la mayoría de los países suspendieron la convertibilidad en oro de sus monedas, puesto que esta mayor cantidad de dinero ya no se correspondía con las reservas de oro nacionales.

Patrón divisas oro

El patrón oro británico desapareció en 1931, aunque el sistema fue reinstaurado en la conferencia internacional celebrada en Bretton Woods, New Hampshire, en 1944. En ella se acordó un patrón oro revisado: los tipos de cambio de las monedas nacionales de las principales potencias económicas quedaron vinculados al dólar y el dólar podía convertirse en oro al precio fijo de 35 dólares por onza. El sistema monetario de Bretton Woods suele denominarse *patrón divisas oro*. Los bancos centrales daban dólares a cambio de sus respectivas monedas nacionales y viceversa.

El sistema monetario dejó de utilizarse en 1971 y desde entonces las monedas nacionales de las principales potencias económicas han sido dinero fiduciario en sentido estricto. Por otra parte, la mayoría de los países han permitido la fluctuación del tipo de cambio de sus respectivas monedas.

La evolución del dinero no se ha detenido. Hoy en día han surgido diversas formas de dinero intangible, entre las que cabe citar el «dinero electrónico» y los medios de pago electrónicos, que aparecieron en los años noventa. Este tipo de dinero puede utilizarse para pagar por bienes y servicios a través de Internet o de otros medios electrónicos. Una vez recibida la autorización del comprador para que se realice el pago, el vendedor se pone en contacto con el banco emisor y recibe la transferencia del importe correspondiente. Actualmente, existen en Europa diversos sistemas de dinero electrónico que funcionan con tarjeta, gestionados generalmente por instituciones financieras.



Hoy en día han surgido diversas formas de dinero intangible, entre las que cabe citar el «dinero electrónico».

⁵ Para más información, consúltese Davies (1994, p. 573).



Capítulo 3: La importancia de la estabilidad de precios

Este capítulo contiene información detallada sobre qué son la estabilidad de precios, la inflación y la deflación, cómo se mide la inflación, cuál es la diferencia entre los tipos de interés nominales y reales y cuáles son los beneficios de la estabilidad de precios, o, dicho de otro modo, por qué es importante que los bancos centrales garanticen la estabilidad de precios.

El apartado 3.1

explica algunos conceptos económicos básicos como inflación, deflación y estabilidad de precios

El apartado 3.2

trata sobre algunos de los problemas relacionados con la medición de la inflación.

El apartado 3.3

examina los beneficios de la estabilidad de precios.

3.1 ¿Qué es la estabilidad de precios?

Inflación y deflación

La inflación y la deflación son fenómenos económicos que tienen repercusiones negativas para la economía. Básicamente, la inflación se define como un incremento generalizado de los precios de los bienes y de los servicios a lo largo de un período de tiempo prolongado que produce como consecuencia un descenso del valor del dinero y, por tanto, de su poder adquisitivo.

La deflación se define a menudo como el fenómeno opuesto a la inflación, es decir, una situación en la que tiene lugar un descenso global del nivel de los precios durante un período prolongado.

En ausencia de inflación y deflación, puede decirse que hay estabilidad de precios si, en promedio, los precios no aumentan ni disminuyen, sino que se mantienen estables a lo largo del tiempo. Puede hablarse de estabilidad de precios absoluta si, por ejemplo, con 100 euros, puede comprarse la misma cesta de bienes que hace uno o dos años.

Variaciones de los precios individuales y del nivel general de precios

Resulta importante establecer una distinción entre los movimientos de los precios de un bien o servicio concreto y los del nivel general de precios. En las economías de mercado, las variaciones frecuentes de los precios individuales son muy normales, incluso en una situación general de estabilidad de precios. Las alteraciones de la oferta y/o de la demanda de bienes o servicios concretos se traducen inevitablemente en variaciones en su precio. Por ejemplo, durante los últimos años hemos observado descensos importantes en el precio de los ordenadores y de los teléfonos móviles, debido principalmente a la rapidez del progreso tecnológico. No obstante, desde principios de 1999 hasta 2005, los precios del petróleo y de otros productos energéticos se han incrementado, en parte, a consecuencia de las preocupaciones referidas al futuro del suministro de la energía y, en parte, como resultado del incremento de la demanda de estos productos, especialmente, en las economías con alto ritmo de crecimiento. En conjunto, la inflación se ha mantenido en niveles reducidos y estables en la mayoría de los países industrializados: la estabilidad del nivel general de precios puede verse acompañada de variaciones sustanciales de los precios individuales, siempre que la subida de algunos precios se compense con la bajada de otros, de forma que el nivel general de precios se mantenga invariable.



3.2 Medición de la inflación

Cuestiones relacionadas con la medición

¿Cómo puede medirse la inflación? En la economía hay millones de precios individuales; estos precios están sometidos a variaciones continuas que, básicamente, reflejan los cambios de la oferta y de la demanda de bienes y servicios concretos y dan una indicación de su «escasez relativa». Obviamente, no es posible ni deseable tener en cuenta todos

los precios, sin embargo, tampoco es conveniente considerar sólo unos pocos, puesto que podrían no ser representativos del nivel general de precios.

Índice de Precios de Consumo

La mayoría de los países han adoptado un sistema sencillo y adecuado para medir la inflación, el denominado «Índice de Precios de Consumo» (IPC)⁶. Para elaborarlo, se analizan los hábitos de compra de los consumidores, al objeto de determinar los bienes y los servicios que adquieren con más frecuencia y que, por tanto, pueden considerarse, en cierta medida, representativos del consumidor medio de una economía. No obstante, en esta lista no sólo se incluyen aquellos artículos que los consumidores compran a diario (p. ej. pan y fruta), sino también bienes no perecederos (p. ej. coches, ordenadores, lavadoras, etc.) y, frecuentemente, operaciones (p. ej. alquileres). La ponderación de los artículos que componen esta «lista de la compra» en función de su importancia en el presupuesto de los consumidores permite la elaboración de lo que se denomina «cesta de la compra»⁷. Todos los meses, un numeroso equipo de «inspectores de precios» comprueba los precios de estos artículos en diversos puntos de venta. A continuación, se comparan los costes de esta cesta a lo largo del tiempo, y se determina una serie temporal que sirve para la elaboración del índice de precios. La tasa anual de inflación puede calcularse expresando la variación del coste actual de la cesta de la compra como un porcentaje del coste que esa misma cesta tenía el año anterior.

No obstante, la evolución del nivel de precios obtenida a partir de esa cesta concreta refleja la situación del consumidor «medio» o representativo. Si los hábitos de compra de una persona difieren significativamente del patrón estándar de consumo y, en consecuencia, del de la cesta de la compra en que se basa el índice, esta persona podría experimentar una variación del coste de la vida muy distinta de la que marca el índice. Por tanto, siempre habrá algunas personas que experimenten una «tasa de inflación» superior en su «cesta de la compra» individual y otras para las que la «tasa de inflación individual» será inferior. En otras palabras, la inflación medida por el índice es una medida aproximada del promedio de la situación de la economía, puesto que la variación general de los precios que experimenta cada consumidor individual no es idéntica.

Recuadro 3.1 Medición de la inflación – un ejemplo sencillo

Las consideraciones anteriores pueden ilustrarse mediante un sencillo ejemplo numérico. Supongamos que la cesta de la compra representativa del gasto anual de un adolescente está compuesta de 100 bocadillos, 50 refrescos, 10 bebidas energéticas y una bicicleta de montaña.

⁶ De hecho, el Índice de Precios de Consumo, que mide las variaciones de los precios de los bienes y los servicios de consumo, no es el único índice de precios de una economía. Otro índice de importancia económica similar es el Índice de Precios Industriales, que mide las modificaciones introducidas por los productores de bienes y servicios en los precios de venta a lo largo del tiempo.

⁷ Concretamente, estos artículos se ponderan de acuerdo con su participación en el gasto final de las familias en términos monetarios. En la práctica, las ponderaciones consideradas para la elaboración de la «cesta de la compra» se revisan periódicamente a fin de reflejar los cambios de los hábitos de los consumidores.

	Cantidad	Precio (año 1)	Precio (año 2)	Precio (año 3)
Bocadillos	100	1,00€	1,20€	0,90€
Refrescos	50	0,50€	0,40€	0,70€
Bebida energética	10	1,50€	1,70€	1,20€
Bicicleta de montaña	1	160,00€	173,00€	223,00€
Coste de la cesta de la compra		300,00€	330,00€	360,00€
Índice de precios		100,00	110,00	120,00

El coste total de la cesta puede calcularse multiplicando las cantidades por los precios respectivos y sumándolo todo. Se observa claramente que, entre el primer y el segundo año, el coste de esta cesta de bienes ha subido de 300 euros a 330 euros, es decir, un 10%. Del primer al tercer año, el coste ha aumentado de 300 euros a 360 euros, lo que equivale a un 20%.

Otra forma de expresar esto es mediante un índice de precios. Para calcular el índice de precios, se divide el coste de la cesta de la compra correspondiente a un período determinado entre el coste de esta cesta en el período base y se multiplica el resultado por 100. En el cuadro de arriba, el año 1 es el período base. En consecuencia, el índice de precios del año 3 es:

$$\text{Índice de precios} = (P_3/P_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120,00$$

El objetivo del índice de precios es ofrecer una visión general de la evolución experimentada por los precios de muchos bienes y servicios. Tal como muestra el ejemplo, el índice de precios puede aumentar incluso si algunos precios han bajado.

Problemas de medición

Por diversas razones, existen dificultades asociadas al intento de expresar la evolución general de los precios mediante una cifra.

En primer lugar, cualquier cesta que se elija es cada vez menos representativa con el paso del tiempo, a medida que los consumidores sustituyen bienes más caros por otros más baratos. Por ejemplo, la subida de los precios del petróleo puede inducir a algunas personas a usar menos el coche y adquirir una mayor cantidad de otros bienes. Por tanto, si las ponderaciones no se ajustan, la variación del índice puede sobrestimar ligeramente los «verdaderos» incrementos de los precios. En segundo lugar, las variaciones de la calidad son a veces difíciles de incorporar al índice de precios. Si la calidad de un producto mejora con el tiempo y su precio también sube, parte del incremento del precio se debe a la mejora de la calidad. Los incrementos de los precios atribuibles a cambios de la calidad no pueden considerarse como una causa del alza de la inflación, puesto que no reducen el poder adquisitivo del dinero. Los cambios en la calidad son muy frecuentes en períodos prolongados. Por ejemplo, un coche actual difiere considerablemente de los que se fabricaban en los setenta, que a su vez eran muy distintos de los de los años cincuenta. Los institutos de estadística emplean mucho tiempo realizando ajustes para acomodar las variaciones de calidad pero, por su propia naturaleza, dichos ajustes no son fáciles de estimar.

Aparte de nuevas variedades de productos que ya *existen* (p. ej. la introducción de nuevos cereales para el desayuno), una cuestión importante y que reviste dificultad es la inclusión de productos *nuevos*. Por ejemplo, tras la llegada de los DVD al mercado, transcurrió inevitablemente un período de tiempo hasta que pudieron incluirse en las estadísticas de precios, puesto que se necesitaba recabar información sobre las cuotas de mercado, los principales canales de distribución, las marcas más conocidas, etc. Pero si se tarda demasiado en incorporar nuevos productos al índice de precios, no se consigue que éste refleje fielmente la variación media real de los precios que los consumidores experimentan.

En el pasado, diversos estudios económicos han identificado un ligero sesgo positivo en la medición de los índices de precios de consumo nacionales, que apunta a que una tasa de inflación de menos de un punto porcentual podría, de hecho, ser coherente con una situación de estabilidad de precios «verdadera». Para la zona del euro (es decir, todos los países de la UE que han adoptado el euro), no se dispone de estimaciones precisas de dicho sesgo de medición. No obstante, cabe esperar que el valor de este posible sesgo sea muy reducido por dos razones. En primer lugar, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que es un índice de precios de consumo armonizado para todos los países de la zona del euro, es un concepto relativamente nuevo. En segundo lugar, Eurostat, la agencia de la Comisión Europea que se encarga de este tipo de estadísticas a escala de la UE, ha establecido una serie de normas estadísticas adecuadas a fin de evitar el sesgo de medición en el IAPC.

Variables nominales y reales

Como se ha explicado anteriormente, cuando hay inflación, con una cantidad determinada de dinero se pueden comprar cada vez menos bienes. Esto equivale a decir que se produce un descenso del valor del dinero o una disminución de su poder adquisitivo. Esta observación nos lleva a otra importante cuestión económica: la diferencia entre variables nominales y reales. Las nominales son las que se miden en términos de precios corrientes. Estas variables cambian generalmente con el nivel de precios y, por tanto, con la inflación. Dicho de otro modo, no tienen en cuenta los efectos de la inflación. Sin embargo, las variables reales, como la renta o el salario reales, son aquéllas en las que los efectos de la inflación han sido descontados o eliminados.

Supongamos que el sueldo de un trabajador aumenta en un 3% anual en términos nominales (es decir, de dinero); expresado de otro modo, lo que gana al mes se incrementa de 2.000 a 2.060 euros. Si suponemos además que el nivel general de precios sube en un 1,5% en el mismo período de tiempo, es decir, que la tasa de inflación es del 1,5% por año, entonces el incremento del salario real es $((103/101,5) - 1) 100\% \approx 1,48\%$ (o aproximadamente $3\% - 1,5\% = 1,5\%$). Así pues, cuanto más alta sea la tasa de inflación en relación con una determinada subida del salario nominal, menor será la cantidad de bienes que el trabajador puede comprar.

Otra distinción importante es la que se refiere a los tipos de interés reales y nominales (véase también el recuadro 3.2). A modo de ejemplo, supongamos que una persona compra un bono a un año por un determinado valor nominal que genera un interés del 4% al final del año. Si pagase 100 euros al comienzo del año, obtendría 104 euros al final del año. Por tanto, el bono genera un tipo de interés nominal del 4%. Nótese que el tipo de interés se refiere al tipo de interés nominal, a menos que se especifique otra cosa.

Ahora supongamos que la tasa de inflación correspondiente a ese año es del 1,5%. Esto equivale a decir que hoy la cesta de bienes cuesta 100 euros, y que el año que

viene costará 101,5 euros. Si se compra un bono por 100 euros con un tipo de interés nominal del 4%, se obtienen 104 euros vendiéndolo transcurrido un año y, si después se adquiere una cesta de bienes por 101,5 euros, quedan 2,5 euros. Así pues, una vez descontada la inflación, el bono de 100 euros generará una ganancia de unos 2,5 euros en renta «real», o lo que es igual: el tipo de interés real es de aproximadamente un 2,5%. Resulta obvio que si la inflación es positiva, el tipo de interés real es inferior al tipo de interés nominal.

Recuadro 3.2 La relación entre la inflación esperada y los tipos de interés. El denominado efecto «Fisher»

Los economistas llaman tipo de interés *nominal* al tipo de interés que el banco (o un bono normal) paga. El tipo de interés real se define como el incremento del poder adquisitivo obtenido mediante esta inversión. Si i es el tipo de interés nominal, r el tipo de interés real y π la tasa de inflación, la relación entre estas tres variables puede expresarse como sigue⁸:

$$r = i - \pi$$

Partiendo de lo anterior, el tipo de interés real es la diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación. Reordenando los términos de esta ecuación, resulta claro que el tipo de interés nominal es equivalente a la suma del tipo de interés real y la tasa de inflación.

$$i = r + \pi$$

Así pues, ¿qué nos dice esta ecuación acerca de los factores que determinan los tipos de interés nominal?

Cuando un prestatario (por ejemplo una persona que quiere comprar un coche nuevo) y un prestamista (por ejemplo un banco) acuerdan un tipo de interés nominal, no saben exactamente cuál será la tasa de inflación durante el período del préstamo. Por tanto es importante distinguir entre dos conceptos relacionados con el tipo de interés real: el tipo de interés real que el prestatario y el prestamista esperan en el momento del préstamo, denominado tipo de interés real *ex ante* (r^*), y el tipo de interés real efectivamente registrado, denominado tipo de interés *ex post* (r).

Aunque prestatarios y prestamistas no pueden prever con exactitud la inflación futura, parece posible que tengan expectativas respecto a la tasa de inflación futura. Pongamos que π representa la tasa de inflación efectivamente registrada y π^e la tasa de inflación esperada. El tipo de interés real *ex ante* es $i - \pi^e$, el tipo de interés

⁸ Nótese que esta relación es sólo una aproximación, que es lo suficientemente exacta siempre que r , i y π sean relativamente reducidos. De hecho, puede demostrarse que $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ o $r = i - \pi - r \times \pi$. Obviamente, para niveles bajos de r y π , el factor $r \times \pi$ es despreciable y, por tanto, $r = i - \pi$ es la aproximación utilizada.

real *ex post*, $i - \pi$. Ambos tipos de interés difieren cuando la inflación efectivamente registrada es distinta de la inflación esperada.

Obviamente, el tipo de interés real nominal no puede tener en cuenta la inflación que efectivamente se registrará en el futuro, porque ésta se desconoce en el momento en el que se fija el tipo de interés nominal. El tipo de interés nominal sólo puede tomar en consideración la inflación esperada.

$$i = r^* + \pi^e$$

Esta ecuación, llamada ecuación de Fisher, toma su nombre del economista Irving Fisher (1867–1947), y muestra que el tipo de interés nominal puede variar por dos razones: porque varíe el tipo de interés real esperado (r^*) o porque varíe la tasa de inflación esperada (π^e). Más concretamente, la ecuación establece que, para un tipo real *ex ante* concreto, la variación del tipo de interés nominal i es paralela a las variaciones de la inflación esperada π^e . Esta relación proporcional entre la inflación esperada y el tipo de interés nominal se denomina «efecto Fisher», es decir, el aumento de la inflación se traduce en un incremento de los tipos de interés nominal.

Un elevado tipo de interés nominal de un depósito bancario o de un bono del tesoro podría, simplemente, reflejar unas expectativas de inflación altas y no ser necesariamente una indicación de que el beneficio real de la inversión será también alto. Este concepto es importante para prestatarios y prestamistas.

Asimismo, ha de tenerse en cuenta que, en determinadas circunstancias, los tipos de interés pueden incluir primas de riesgo que, por lo general, se componen de primas de riesgo de inflación (incertidumbre), primas de riesgo de tipo de interés y primas de riesgo de impago.

3.3 Los beneficios de la estabilidad de precios

La estabilidad de precios respalda la mejora del nivel de vida porque contribuye a...

En los apartados precedentes se explica por qué la inflación y la deflación constituyen, por lo general, fenómenos de consecuencias no deseables. Indiscutiblemente, ambos fenómenos llevan aparejados desventajas y costes sustanciales. La estabilidad de precios impide que dichos costes se produzcan y genera importantes beneficios para todos los ciudadanos. La estabilidad de precios contribuye de varias formas a lograr niveles elevados de bienestar económico, por ejemplo, mediante una elevada tasa de empleo.



La estabilidad de precios hace que resulte más fácil reconocer las variaciones de los precios de los bienes.

...reducir el grado de incertidumbre en relación con la evolución general de los precios y, en consecuencia, aumentar la transparencia de los precios relativos...

En primer lugar, la estabilidad de precios permite a los consumidores identificar con más facilidad las variaciones de los precios de los bienes en relación con los precios de otros bienes (es decir, los «precios relativos»), puesto que tales variaciones no están enmascaradas por las fluctuaciones del nivel general de precios. Por ejemplo, supongamos que el precio de un determinado producto se incrementa en un 3%. Si el nivel general de los precios es estable, los consumidores saben que el precio relativo de ese producto se ha incrementado y pueden decidir comprar una cantidad inferior del mismo. Sin embargo, si la inflación es alta e inestable, resulta más difícil calcular el precio relativo, que incluso podría haber descendido. En estas circunstancias, podría resultar ventajoso para los consumidores comprar una cantidad relativamente mayor de ese producto, cuyo precio se ha incrementado «tan sólo» en un 3%.

En un entorno de deflación general, los consumidores podrían ignorar el hecho de que el descenso del precio de un determinado producto refleja simplemente la evolución general de los precios y no una caída del precio relativo de ese producto. Por esta razón, podrían equivocadamente comprar una cantidad excesiva de ese producto.

Por tanto, si los precios son estables, las empresas y los consumidores no corren el riesgo de malinterpretar las variaciones del nivel general de precios como si fueran variaciones de los precios relativos y disponen de más información para tomar decisiones de consumo y de inversión adecuadas.

La incertidumbre acerca de la tasa de inflación podría también inducir a las empresas a adoptar decisiones erróneas en relación con el empleo. Supongamos que, en un entorno de inflación elevada, una empresa interpreta equivocadamente el incremento en un 5% de los precios de mercado de sus productos, como un descenso del precio de sus productos respecto al resto, porque no sabe que la tasa de inflación ha disminuido recientemente desde un 6% a un 4%. En razón del descenso «percibido» del precio relativo de sus productos, la empresa podría decidir invertir menos y despedir trabajadores a fin de reducir su capacidad de producción, puesto que si no tomase estas medidas podría tener pérdidas. Sin embargo, esta decisión resultaría en última instancia errónea, ya que, debido al descenso de la inflación, el salario nominal de los empleados podría incrementarse menos de lo que la empresa había estimado. Los economistas llamarían a esto una «asignación ineficiente» de los recursos. En esencia, esto significa que los recursos, —capital, trabajo, etc.—, se han desperdiciado, puesto que algunos empleados habrían sido despedidos a causa de una situación de inestabilidad de los precios.

Similarmente, se produciría una utilización ineficiente de los recursos si los trabajadores y los sindicatos tuvieran incertidumbre acerca de la inflación futura y demandasen un incremento demasiado alto del salario nominal al objeto de evitar que el alza futura de la inflación se tradujera en una disminución de los salarios reales. Si, en esta situación, las empresas tuvieran expectativas de inflación inferiores a las de los trabajadores y los sindicatos, considerarían que un incremento del salario nominal de x supone un incremento muy elevado del salario real y podrían, en consecuencia, reducir su personal



La estabilidad de precios incrementa la eficiencia de la economía y, de ese modo, el bienestar de los hogares.

o contratar menos trabajadores de los que habrían empleado sin el incremento salarial real que «perciben» como demasiado alto.

La estabilidad de precios disminuye la incertidumbre relativa a la inflación y, por tanto, contribuye a impedir la asignación ineficiente de los recursos descrita. En la medida en que ayuda al mercado a dirigir los recursos a donde puedan resultar más productivos, el mantenimiento de la estabilidad de precios incrementa la eficiencia de la economía y, por tanto, el bienestar de las familias.

...reducir las primas de riesgo de inflación de los tipos de interés...

En segundo lugar, si los acreedores tienen la seguridad de que los precios se mantendrán estables en el futuro, no exigirían un beneficio adicional (una «prima de riesgo de inflación») a fin de compensar los riesgos de inflación relacionados con la tenencia de activos nominales a largo plazo (véase el recuadro 3.2 para más detalles). Debido a que reduce estas primas de riesgo, lo que se traduce en una disminución de los tipos de interés nominales, la estabilidad de precios contribuye a mejorar la eficiencia de los mercados de capital a la hora de asignar recursos y, de esta forma, incentiva la inversión. Esto fomenta la creación de puestos de trabajo y, en términos más generales, el bienestar económico.

...eliminar la necesidad de actividades de cobertura del riesgo innecesarias...

En tercer lugar, la credibilidad del mantenimiento de la estabilidad de precios disminuye también la probabilidad de que los ciudadanos y las empresas desvíen recursos de usos productivos a fin de protegerse (es decir, «cubrirse») del riesgo de inflación o deflación, por ejemplo, indexando los contratos nominales a la evolución de los precios. Puesto que una indexación completa no es posible o resulta muy costosa, en un entorno de inflación elevada hay un incentivo para almacenar productos, debido a que en estas circunstancias conservan su valor en mayor medida que el dinero o algunos activos financieros. Sin embargo, el almacenamiento de una cantidad excesiva de bienes no es, evidentemente, una decisión de inversión eficiente y obstaculiza el crecimiento de la economía y de la renta real.

...disminuir los efectos de distorsión de los sistemas impositivos y de seguridad social...

En cuarto lugar, los sistemas fiscales y de prestaciones sociales pueden crear incentivos que distorsionan el comportamiento de la economía. En muchos casos, la inflación o la deflación agravan estas distorsiones, por cuanto que los sistemas impositivos no suelen permitir la indexación de los tipos impositivos y de las contribuciones a la seguridad social a la tasa de inflación. Por ejemplo, los incrementos salariales que tienen como objetivo compensar a los trabajadores por el aumento de la inflación podrían tener como consecuencia que al trabajador se le aplique un tipo impositivo más elevado; a este fenómeno se le denomina «progresión fría». La estabilidad de precios disminuye estos

efectos de distorsión relacionados con las consecuencias de la inflación o la deflación en los sistemas de impuestos y de seguridad social.

Recuadro 3.3 Hiperinflación

Una situación en la que la tasa de inflación es muy elevada o se incrementa constantemente y con el tiempo se hace incontrolable recibe el nombre de «hiperinflación». Desde el punto de vista social, la hiperinflación es un fenómeno muy destructivo que tiene consecuencias muy graves para los ciudadanos y para el conjunto de la sociedad. Aunque no hay una definición generalmente aceptada de la misma, la mayoría de los economistas estarían de acuerdo en que una situación en la que la tasa de inflación *mensual* excede el 50% puede calificarse como hiperinflación.

A lo largo del siglo XX se han dado varios períodos de hiperinflación y de inflación muy elevada. A continuación, se exponen diversos ejemplos de países que han experimentado estas elevadas tasas interanuales de inflación y las cifras correspondientes a los años indicados.

1922	Alemania	5.000%
1985	Bolivia	más de 10.000%
1989	Argentina	3.100%
1990	Perú	7.500%
1993	Brasil	2.100%
1993	Ucrania	5.000%

Analicemos brevemente las consecuencias de este fenómeno. Una tasa de inflación mensual del 50% significa que el nivel de precios se multiplica por más de cien al cabo de un año y por más de dos millones transcurridos tres años. Indudablemente, tales tasas de inflación suponen una carga muy pesada para la sociedad.

De hecho, en Alemania, la hiperinflación que siguió a la Primera Guerra Mundial y que alcanzó su máximo en 1923 tuvo consecuencias devastadoras desde el punto de vista económico, social y, tal como muchos admiten, político.

Debido a que muchas personas vieron desaparecer sus ahorros, amplios sectores de la población experimentaron una pérdida sustancial de su riqueza. La evidencia de que los niveles de precios se incrementaban constantemente creó un círculo vicioso. Lógicamente los ciudadanos demandaban salarios más altos, en previsión de las subidas de precios futuras. Estas expectativas se hicieron realidad, puesto que el incremento de los salarios se tradujo en un alza de los costes de producción, que a su vez se tradujo en precios más altos. Asimismo, la gente empezó a deshacerse de su dinero —que perdía valor— gastándolo cada vez con más rapidez.

El gobierno reaccionó al descenso del valor del dinero añadiendo más y más ceros a los billetes, pero con el tiempo se hizo imposible seguir el ritmo de la escalada del nivel de precios. Llegó un momento en que los costes de la hiperinflación llegaron a ser insoportables. Con el paso del tiempo, el dinero perdió completamente sus funciones de depósito de valor, unidad de cuenta y medio de pago. El trueque se hizo habitual y formas de dinero no oficiales, como los cigarrillos, que no perdían su valor como consecuencia de la inflación, empezaron a reemplazar al papel moneda oficial.

...incrementar los beneficios de tener efectivo...

33

La importancia de la estabilidad de precios

En quinto lugar, la inflación puede interpretarse como un impuesto oculto para la tenencia de efectivo. Cuando el nivel de precios aumenta, las personas que mantienen dinero en efectivo (o depósitos no remunerados a precio de mercado) experimentan una disminución de sus saldos monetarios reales y, en consecuencia, de su riqueza financiera real, al igual que si tuvieran que pagar un nuevo impuesto. Por tanto, cuanto mayor sea la tasa de inflación esperada (y, en consecuencia, cuanto mayores sean los tipos de interés nominal, véase recuadro 3.2), menor será la demanda de efectivo de las familias (el recuadro 3.4 muestra por qué unos tipos de interés nominal más elevados suponen una disminución de la demanda de dinero no remunerado). Esto ocurre incluso si no hay incertidumbre acerca de la inflación, es decir, si se espera que sea alta. En consecuencia, si los ciudadanos mantienen una menor cantidad de efectivo, irán al banco para retirar dinero con más frecuencia. Estos costes e inconvenientes, causados por la tenencia de cantidades reducidas de efectivo, se describen a veces metafóricamente como «costes de suela de zapato» de la inflación, porque ir andando al banco hace que los zapatos se estropeen más rápidamente. En términos más generales, puede decirse que la tenencia de cantidades pequeñas de efectivo genera costes de transacción más elevados.

Recuadro 3.4 Demanda de efectivo

En razón de su liquidez, el dinero ofrece un servicio a su portador porque facilita las transacciones. De lo contrario, los ciudadanos no estarían dispuestos a mantener activos no remunerados. Al tener en su poder dinero en efectivo, una persona soporta los denominados «costes de oportunidad», puesto que deja de obtener el interés que otros activos generan. Por consiguiente, el aumento de la tasa de inflación esperada y, por tanto, del tipo de interés nominal (véase el recuadro 3.2) tienen generalmente un efecto negativo en la demanda de dinero.

Consideremos una situación en la que el tipo de interés de mercado a corto plazo que dan los bancos o los bonos del tesoro es sólo del 2%. En este caso, tener 1.000 euros en billetes significa que se dejan de ganar 20 euros al año. El tipo de interés de otras opciones de inversión alternativas es el coste de oportunidad de mantener billetes.

Ahora supongamos que, debido al aumento de la inflación, los tipos de interés nominal se incrementan, y una persona recibe en su cuenta bancaria un interés del 10% en lugar del 2%. Si sigue teniendo 1.000 euros en efectivo, el coste de oportunidad será de 100 euros al año o en torno a 2 euros por semana. En este caso, esa persona podrá decidir reducir su tenencia de efectivo en, por ejemplo, 500 euros e incrementar la renta por interés en alrededor de 1 euro por semana y 50 euros por año. Expresado de otro modo, cuanto más alto sea el tipo de interés, menor será la demanda de billetes. Los economistas dicen que la demanda de dinero es «elástica» respecto a los tipos de interés.



A largo plazo, el crecimiento medio de las economías que registran tasas de inflación más bajas es, en términos reales, más rápido.

...impedir la distribución arbitraria de la riqueza y de la renta...

En sexto lugar, el mantenimiento de la estabilidad de precios evita los agudos problemas económicos, sociales y políticos relacionados con la redistribución arbitraria de la riqueza y la renta que se observan en épocas de inflación y deflación. Esto resulta particularmente cierto cuando las variaciones del nivel de precios son difíciles de predecir, y para los grupos sociales que tienen dificultades para proteger el valor nominal de sus activos frente a la inflación. Por ejemplo, si se produce un incremento inesperado de la inflación, todo el que tenga activos nominales como contratos de trabajo a largo plazo, depósitos bancarios o bonos del tesoro a largo plazo, experimenta pérdidas en el valor real de los mismos. La riqueza se transfiere de forma arbitraria de prestamistas (o ahorradores) a prestatarios porque con el dinero con el que, efectivamente, se devuelve un préstamo pueden comprarse menos bienes de lo que se esperaba en el momento en que se hizo el préstamo.

Si se produce una situación imprevista de deflación, aquéllos que tengan activos nominales podrían tener ganancias, porque el valor de estos activos (p. ej. salarios o depósitos) aumenta. No obstante, en tiempos de deflación, ocurre a menudo que los prestatarios o los deudores no pueden pagar sus deudas y podrían incluso declararse insolventes. Esta situación podría perjudicar al conjunto de la sociedad y, en particular, a quienes tienen activos y a quienes trabajan para empresas que entran en quiebra.

Por regla general, son los grupos sociales más desfavorecidos los que suelen sufrir en mayor medida las consecuencias de la inflación y la deflación, porque sus posibilidades de protegerse contra ellas son limitadas. Por tanto, la estabilidad de precios contribuye a mantener la estabilidad y la cohesión social. Tal como se demostró en diversos momentos del siglo XX, un nivel elevado de las tasas de inflación genera frecuentemente inestabilidad social y política, puesto que los grupos a los que perjudica se sienten burlados si las cargas (inesperadas) de la inflación se «llevan» una parte importante de sus ahorros.

...respaldar la estabilidad financiera

En séptimo lugar, una repentina revaloración de los activos a consecuencia de variaciones inesperadas de la inflación puede socavar la solidez del balance de los bancos. Supongamos que un banco ofrece préstamos a largo plazo a un tipo fijo que son financiados por depósitos a corto plazo. Si se produce un alza inesperada de la inflación, descenderá el valor real de los activos. Como consecuencia, el banco podría experimentar problemas de solvencia que podrían causar «efectos en cadena» adversos. Si la política monetaria mantiene la estabilidad de precios, se evita que el valor real de los activos nominales se vea afectado por perturbaciones inflacionistas o deflacionistas y se mejora, por tanto, la estabilidad financiera.

Mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios los bancos centrales contribuyen a ampliar los objetivos económicos

35

La importancia de la estabilidad de precios

Todos estos argumentos sugieren que un banco central que mantiene la estabilidad de precios contribuye sustancialmente al logro de objetivos económicos más amplios, como niveles de vida y de actividad económica y de empleo más altos y estables. Esta conclusión encuentra respaldo en los datos de la investigación económica que, en relación con muy diversos países, metodologías y períodos, demuestra que, a largo plazo, las economías con menos inflación crecen en promedio más rápidamente en términos reales.



Capítulo 4

Factores determinantes de la evolución de los precios

Este capítulo contiene información detallada sobre qué es el nivel general de precios y cuáles son los factores que determinan la inflación; la forma en la que el banco central, o más concretamente, la política monetaria puede garantizar la estabilidad de precios: cuál es el papel de la política presupuestaria. Asimismo, se aborda la cuestión de si la política monetaria ha de dirigirse directamente al fomento del crecimiento real o al descenso del desempleo, o en otras palabras, lo que la política monetaria puede y no puede lograr.

El apartado 4.1

ofrece una panorámica general sobre lo que la política monetaria puede y no puede lograr.

El apartado 4.2

analiza la cuestión de la influencia de la política monetaria sobre los tipos de interés.

El apartado 4.3

se refiere a los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre las decisiones de gasto de los hogares y las empresas.

El apartado 4.4

examina los factores determinantes de la evolución de los precios en horizontes temporales más cortos.

El apartado 4.5

trata sobre los factores que determinan la evolución de los precios a medio y a largo plazo, y explica que en estos horizontes temporales la política monetaria cuenta con los instrumentos adecuados para influir sobre los precios. Por tanto, tiene responsabilidad exclusiva sobre las tendencias de la inflación.

En apartados precedentes se han tratado cuestiones relacionadas con la medición de la inflación y con las ventajas de la estabilidad de precios. Sin embargo, no se ha aludido directamente a los factores que determinan la evolución general de los precios. En los siguientes apartados se explican más detenidamente las causas de la inflación, la cual se define como un incremento general de los precios de los bienes y de los servicios que se traduce en una pérdida del poder adquisitivo del dinero. Antes de entrar en detalles, se ofrece un breve resumen del papel y de los efectos de la política monetaria, lo que ayudará a poner otros factores en la perspectiva adecuada.

4.1 Lo que la política monetaria puede y no puede hacer – breve resumen

¿De qué manera puede la política monetaria influir sobre el nivel de precios? Esta pregunta se relaciona con lo que los economistas suelen describir como «proceso de transmisión», es decir, el proceso a través del cual las medidas adoptadas por los bancos centrales se transmiten a la economía y, en última instancia, a los precios. Aunque, en esencia, se trata de un proceso extraordinariamente complejo, que cambia a lo largo del tiempo y que es distinto en las diversas economías, hasta el punto de que, incluso hoy en día, no se conocen con exactitud todos sus detalles, sus características fundamentales resultan suficientemente claras. El mecanismo mediante el que la política monetaria influye sobre la economía puede explicarse como sigue: el banco central es el único emisor de billetes y de reservas bancarias, es decir tiene el monopolio de oferta de la llamada «base monetaria». En virtud del mismo, el banco central tiene capacidad para influir en las condiciones del mercado de dinero y en los tipos de interés a corto plazo.

A corto plazo, el banco central puede influir en la evolución de la economía real

A corto plazo, una variación de los tipos de interés del mercado monetario inducida por el banco central pone en marcha una serie de mecanismos, principalmente porque esta variación influye en las decisiones de gasto y ahorro de las familias y las empresas. Por ejemplo, un aumento de los tipos de interés hará, si todos los demás factores se mantienen constantes, que las familias y las empresas consideren menos atractivo solicitar préstamos para financiar su consumo o sus inversiones. Asimismo, incrementará los incentivos de las familias para ahorrar sus ingresos en lugar de gastarlos. Por último, las variaciones de los tipos de interés oficiales pueden también afectar a la oferta de crédito. A su vez, estos factores repercuten, si bien con algún retraso, sobre las variables de la economía real, tales como el producto.

A largo plazo, los cambios de la oferta de dinero incidirán sobre el nivel general de precios...

Estos procesos dinámicos suponen una serie de mecanismos y decisiones adoptadas por diversos agentes económicos en sus distintas fases. Además, el grado y la intensidad



Una política monetaria que mantiene la estabilidad de precios de forma creíble ejerce un considerable efecto positivo sobre el bienestar.

de los distintos efectos pueden variar en función de la situación de la economía, por lo que la influencia de la política monetaria sobre la evolución de los precios tarda, generalmente, bastante tiempo en dejarse sentir. No obstante, existe un amplio consenso entre los economistas en cuanto a que, a largo plazo, es decir, una vez que los ajustes se han transmitido a la economía, una variación de la cantidad de dinero suministrada por el banco central, (si todos los demás factores se mantienen constantes) se reflejará únicamente en un cambio del nivel general de precios y no alterará permanentemente variables reales, como el producto o el empleo reales. En última instancia, una variación de la cantidad de dinero en circulación a consecuencia de la actuación del banco central no es más que una variación de la unidad de cuenta (y por tanto del nivel general de precios), que no afecta al resto de las variables, de la misma forma que un cambio de la unidad estándar utilizada para medir la distancia (por ejemplo, un cambio de kilómetros a millas) no alteraría la distancia real entre dos puntos.

...aunque no sobre el nivel de la renta real y del empleo

Este principio general, llamado la «neutralidad a largo plazo» del dinero, está presente en todos los esquemas clásicos de pensamiento y teoría macroeconómicos. Como ya se ha mencionado, una política monetaria que mantiene la estabilidad de precios de forma creíble incide muy positivamente en el bienestar y en la actividad económica real. Aparte de esta influencia positiva de la estabilidad de precios, la renta real y el nivel de empleo de la economía están, a largo plazo, determinados fundamentalmente por factores reales (del lado de la oferta), y no pueden beneficiarse de una política monetaria expansionista⁹.

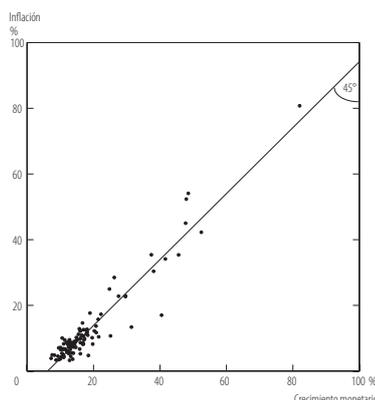
Los principales determinantes de la evolución a largo plazo del empleo y de la renta real son la tecnología, el crecimiento de la población y todos los aspectos concernientes al marco institucional de la economía (principalmente derechos de propiedad, el régimen impositivo, el sistema de bienestar social y otras normas que regulan la flexibilidad de los mercados y los incentivos para la oferta de trabajo y capital y para la inversión en recursos humanos).

La inflación es en última instancia un fenómeno monetario

La inflación es, a la postre, un fenómeno monetario. Tal como diversos estudios empíricos han confirmado, los períodos prolongados de inflación alta están casi siempre relacionados con un crecimiento monetario intenso (véase el gráfico que aparece a continuación). Aunque otros factores (como las variaciones de la demanda agregada, de los precios de las materias primas y las innovaciones tecnológicas) pueden influir sobre la evolución de los precios a corto plazo, con el paso del tiempo, sus efectos pueden compensarse con pequeños ajustes de la política monetaria. En este sentido, la tendencia a largo plazo de los precios y de la inflación pueden ser controlados por los bancos centrales.

⁹ Los factores del lado de la oferta son los que determinan la oferta de bienes y servicios en una economía, es decir, capital, trabajo, el progreso tecnológico, y la creación de las políticas estructurales.

Gráfico: Dinero e inflación



Tasas medias de crecimiento interanual de M2 y de los precios de consumo durante el período comprendido entre 1960 y 1990 en 110 países.

Fuente: McCandless and Weber (1995)

En este breve resumen, se han esbozado diversos argumentos que han de explicarse en mayor detalle. Puesto que la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario, resulta necesario explicar más detenidamente la manera en que la política monetaria influye sobre la economía y, en consecuencia, en el comportamiento de los precios. Abordaremos esta cuestión en tres pasos.

En primer lugar, en el apartado 4.2, se expone cómo y por qué la política monetaria puede influir sobre los tipos de interés. En segundo lugar, en el apartado 4.3 se explica cómo las variaciones de los tipos de interés pueden afectar las decisiones de gasto adoptadas por los consumidores y las empresas. Por último, se analiza cómo estas variaciones de la demanda agregada repercuten sobre la evolución de los precios. En este contexto, también se abordan otro tipo de factores no monetarios o reales que pueden dejar sentir sus efectos sobre la evolución de los precios a corto plazo. Es conveniente entender los conceptos de demanda agregada y de oferta agregada (véase recuadro 4.2) y distinguir entre efectos a largo y a corto plazo (apartados 4.4 y 4.5).

4.2 Dinero y tipos de interés: ¿cómo puede influir la política monetaria sobre los tipos de interés?

Los bancos centrales pueden determinar los tipos de interés nominal a corto plazo que cobran a los bancos que desean obtener crédito del banco central. Los bancos acuden a los bancos centrales para solicitar créditos, puesto que necesitan billetes para sus clientes y han de cumplir las exigencias de reservas mínimas en forma de depósitos en el banco central.

Los bancos centrales son las únicas instituciones autorizadas para emitir billetes (y reservas bancarias), es decir, son los proveedores monopolistas de la base monetaria y pueden fijar los tipos de intervención, esto es, el tipo de interés nominal a corto plazo de los préstamos concedidos a los bancos. Las expectativas relativas a la evolución futura de los tipos de intervención influyen, a su vez, sobre una amplia gama de tipos de interés a más largo plazo aplicados por los bancos y los mercados.

Recuadro 4.1 ¿Por qué los bancos centrales pueden influir (*ex ante*) sobre los tipos de interés? El papel de los precios «rígidos»

Como se explica con mayor detalle en el recuadro 3.2, el tipo de interés *ex ante* es el rendimiento real que se espera obtener de un determinado activo financiero. Se define como la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación esperada durante el período para el que se ha fijado el tipo de interés. La influencia de la política monetaria sobre los tipos de interés *reales* a corto plazo guarda relación con dos circunstancias: la política monetaria controla el tipo de interés nominal a corto plazo, y los precios son rígidos a corto plazo.

¿Qué significa que los precios son «rígidos»? Los datos de que se dispone ponen de manifiesto que la mayoría de los precios permanecen inalterados durante algún tiempo, es decir, es muy poco frecuente que las empresas respondan a las variaciones de la oferta y de la demanda con ajustes inmediatos de los precios que cobran. En realidad, algunos precios se ajustan muy a menudo (por ejemplo, los precios del petróleo), mientras que otros sólo lo hacen mensual o anualmente. Este fenómeno puede explicarse por varias razones. En primer lugar, no es extraño que empresas y clientes, a fin de reducir la incertidumbre y los costes derivados de las negociaciones periódicas, firmen contratos a largo plazo en los que establecen unos precios fijos. En segundo lugar, algunas empresas mantienen sus precios estables para evitar a sus clientes habituales molestias derivadas de modificaciones frecuentes. En tercer lugar, algunos precios permanecen rígidos por la forma en la que los mercados se estructuran: una vez que una empresa ha imprimido y distribuido un catálogo o una lista de precios, resulta costoso cambiar los precios. Finalmente, el cálculo de los nuevos precios también es costoso.

No obstante, a largo plazo, los precios se ajustan a las nuevas condiciones de oferta y demanda. En otras palabras, los precios son totalmente flexibles a largo plazo¹⁰.

Supongamos ahora que el banco central decide aumentar la oferta de dinero y, por ejemplo, imprime más billetes y adquiere bonos del Estado. Los ciudadanos sólo estarán dispuestos a mantener una mayor cantidad de efectivo y reducir sus tenencias de bonos si el rendimiento de los bonos, es decir, el tipo de interés, disminuye. Por consiguiente, si el banco central decide incrementar la oferta de dinero, el tipo de interés nominal deberá reducirse para animar a los ciudadanos a mantener una mayor cantidad de efectivo. Puesto que a corto plazo los precios son rígidos, se deduce que las expectativas de inflación a corto plazo se mantienen prácticamente sin cambios. Consecuentemente, una alteración de los tipos de interés nominales a corto plazo se traduce en una modificación del tipo de interés real esperado *ex ante* (véase también recuadro 3.2). Por lo tanto, la política monetaria puede influir sobre los tipos de interés reales esperados o los tipos de interés reales *ex ante* de los instrumentos a corto plazo.

¹⁰ A excepción de los precios administrados, de los que sólo cabe esperar modificaciones muy poco frecuentes.

4.3 ¿Cómo influyen las variaciones de los tipos de interés sobre las decisiones de gasto de los consumidores y las empresas?

Desde el punto de vista de un hogar concreto, tipos de interés reales más altos hacen más atractivo el ahorro, ya que su rendimiento, en términos de consumo futuro, es también mayor. En consecuencia, los tipos de interés reales más elevados dan lugar, en la mayoría de los casos, a un descenso del consumo corriente y a un aumento del ahorro. Desde la perspectiva de las empresas, una subida de los tipos de interés reales, si el resto de variables no cambia, tiene efectos disuasorios sobre la inversión, puesto que son menos los proyectos de inversión disponibles que ofrecen un rendimiento suficiente para cubrir el incremento del coste de capital.

En resumen, una subida del tipo de interés hará que el consumo corriente sea menos atractivo para las familias y desincentivará la inversión de las empresas. De sus efectos sobre los hogares y las empresas se deduce que un incremento de los tipos de interés reales derivado de una medida de política monetaria dará lugar a una disminución del gasto en el conjunto de la economía (si el resto de variables no cambia). Los economistas afirman que este tipo de cambios de la política monetaria trae como resultado una disminución de la demanda agregada y por este motivo se les denomina, con frecuencia, medidas de «endurecimiento» de la política monetaria.

Es importante tener en cuenta que en este proceso se producen desfases. Para poner en marcha sus nuevos planes de inversión las empresas suelen necesitar meses o incluso años, si se trata de inversiones que contemplan la construcción de nuevas fábricas o el encargo de equipos especiales. La inversión en vivienda también requiere tiempo para responder a las variaciones de los tipos de interés. Igualmente, muchos consumidores no reaccionan ante los cambios de los tipos alterando inmediatamente sus planes de consumo.

De hecho, comúnmente se admite que la transmisión de la política monetaria es un proceso que lleva tiempo. Por lo tanto, la política monetaria no puede controlar la demanda total de bienes y servicios a corto plazo. En otras palabras, existe un desfase considerable entre la modificación de la política monetaria y el momento en que se producen sus efectos en la economía.

Recuadro 4.2 ¿Cómo afectan las variaciones de la demanda agregada a la actividad económica y a la evolución de los precios?

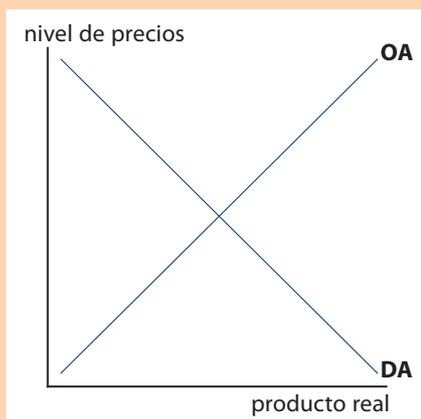
Una forma sencilla de ilustrar cómo las variaciones de la demanda agregada afectan a la evolución de los precios consiste en utilizar un modelo simplificado centrado en la oferta y la demanda agregadas en el conjunto de la economía.

A los efectos de este ejercicio, el análisis se mantendrá en un nivel bastante esquemático y se recurrirá a gráficos para complementar las explicaciones. El modelo intenta describir la relación entre la cantidad real de bienes y servicios ofrecidos y demandados en una economía y el nivel agregado de los precios.

Oferta y demanda agregadas — el equilibrio a corto plazo

El gráfico que aparece a continuación representa la oferta agregada (OA) y la demanda agregada (DA), el nivel de precios en el eje vertical y la producción real en el horizontal.

Gráfico 1: Demanda agregada y oferta agregada a corto plazo



Demanda agregada y nivel de precios

Para entender la pendiente de la curva de demanda agregada es preciso estudiar, en primer lugar, el comportamiento de las decisiones de gasto reales ante variaciones del nivel de precios, suponiendo que el resto de variables económicas se mantiene constante. Puede demostrarse que la pendiente de la curva de demanda agregada es negativa. Una forma de hacerlo es atendiendo a la oferta y la demanda de saldos monetarios reales. Cuando se produce un aumento de los precios, pero la oferta nominal de dinero se mantiene estable, los ciudadanos verán reducidos sus saldos monetarios reales, lo cual significa que el volumen de transacciones que podrán financiar será menor. Contrariamente, cuando el nivel de precios disminuye, los saldos monetarios reales aumentan y los ciudadanos podrán realizar un volumen de transacciones mayor, lo que se traduce en un incremento de la demanda de producción real.

Oferta agregada y nivel de precios a corto plazo

Como su propio nombre indica, la oferta agregada se refiere a la oferta de bienes y servicios suministrados por empresas. Para comenzar, resulta esencial entender la relación entre el nivel general de precios y el volumen total de producto a corto plazo, es decir, suponiendo que el resto de factores (tecnología de la producción, salarios nominales, etc.) permanece constante. ¿Cómo afectan las variaciones del nivel de precios a la producción real o al producto real de las empresas? En esencia, para un nivel específico de salario *nominal*, una subida de los precios significa una reducción del salario real. Cuando esto ocurre, las empresas encuentran mayor rentabilidad en el aumento de sus plantillas y de la producción. En otras palabras, los salarios reales constituyen un determinante fundamental del empleo. Si los precios se incrementan y el resto de factores (tales como la tecnología de la producción y los salarios nominales) se mantiene constante, las empresas aumentarán su número de empleados y su producción. Por lo tanto, la pendiente de la curva de oferta agregada a corto plazo es positiva.

La intersección de las dos curvas determina lo que los economistas denominan «equilibrio». Este concepto es básico en Economía puesto que, en la situación que describe, los deseos de consumidores y productores coinciden y, en consecuencia, no existe tendencia al cambio. En este caso, el equilibrio determina al mismo tiempo el nivel de precios y el nivel de producto real de una economía.

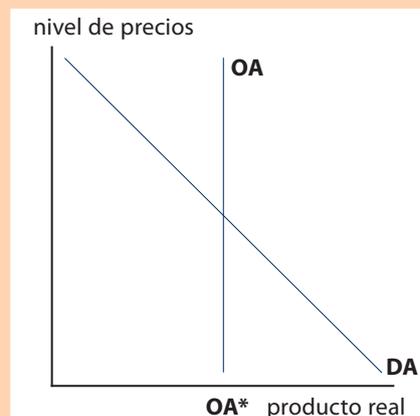
¿Qué ocurre cuando la economía se encuentra en una situación de desequilibrio? Cuando la economía se enfrenta a un nivel de precios superior al que determina el equilibrio, la oferta agregada es demasiado grande y la demanda agregada demasiado pequeña en relación con dicho equilibrio. ¿Qué ocurre entonces? Cuando el nivel de precios supera al de equilibrio, los consumidores estarán dispuestos a comprar menos de lo que los productores desean vender y, en consecuencia, algunos fabricantes bajarán sus precios. A su vez, esta disminución de los precios traerá consigo un incremento simultáneo de la demanda agregada y de los salarios reales (dado que los salarios nominales no varían a corto plazo). Puesto que los salarios reales representan una parte de los costes de las empresas, su aumento dará lugar a un descenso de la producción y tenderá a moderar la oferta agregada. Este proceso continuará hasta que se alcance una situación de equilibrio, esto es, unos niveles de precios y producto en los que los deseos y los planes de consumidores y vendedores coinciden.

Oferta agregada a largo plazo

Cabe preguntarse por qué, en el epígrafe anterior, se habla de curva de oferta *a corto plazo*. Un aumento del nivel de precios tendrá efectos positivos sobre el producto real mientras los salarios nominales y, por lo tanto también reales, permanezcan estables. En realidad, los salarios nominales suelen establecerse para un período de aproximadamente un año y, en ocasiones, de hasta dos. En el caso de que la disminución de los salarios reales causada por el aumento de la inflación no satisfaga a trabajadores o sindicatos, éstos reclamarán una compensación, en forma de subida salarial, en las siguientes negociaciones salariales. Si los salarios reales vuelven al nivel en el que se situaban antes del incremento de los precios (y siempre que no se produzcan cambios en la tecnología de la producción), mantener un nivel superior de producción y empleo dejará de ser rentable para las empresas, que, en consecuencia, realizarán recortes. En otras palabras, el empleo y la producción son independientes de la evolución de los precios a largo plazo, si, también a largo plazo, los aumentos de la inflación no se traducen en reducciones de los salarios reales. Esto explica la forma vertical de la curva de oferta agregada a largo plazo.

Equilibrio a largo plazo

Gráfico 2: Demanda agregada y oferta agregada a largo plazo



La intersección de la curva OA con el eje horizontal (véase OA* en el gráfico 2) representa lo que los economistas denominan nivel de producto potencial. El nivel de producto potencial es el valor de los bienes y servicios finales producidos por una economía con una dotación tecnológica específica y unas características estructurales (como, por ejemplo, regulación del mercado de trabajo, sistema de protección social o régimen fiscal) determinadas, cuando sus recursos son explotados al máximo.

Los epígrafes anteriores se han dedicado al estudio de movimientos a lo largo de las curvas cuando el resto de factores, excepto los precios y el producto real, se mantienen constantes. Llegados a este punto es necesario analizar qué ocurre si estos factores cambian. En esencia, estas variaciones dan lugar a desplazamientos de las curvas hacia la derecha o hacia la izquierda.

Factores que afectan a la oferta y la demanda agregadas

De acuerdo con el modelo simplificado descrito, la combinación de precios y renta real que prevalezca en una economía viene determinada, lógicamente, por la interacción de oferta y demanda agregadas. Cabe preguntarse ahora cuáles son los factores causantes del desplazamiento de estas dos curvas.

Entre los factores que dan lugar a un incremento de la demanda agregada (es decir, a un desplazamiento de DA hacia afuera, esto es, hacia la derecha) se incluyen: el aumento del gasto público, la reducción de los impuestos, la depreciación de la moneda nacional y el aumento de la riqueza real (derivada, por ejemplo, de una subida de los precios de las acciones o del suelo). Estos factores, a su vez, traen consigo incrementos del gasto en inversión y consumo privados.

Las expectativas también pueden influir sobre la inversión y el consumo privados. Por ejemplo, las empresas tenderán a incrementar su gasto en inversión si esperan obtener mayores beneficios en el futuro. Igualmente, el consumo privado se incrementará cuando las familias prevean un aumento de la renta real derivado de una mejora de la productividad del trabajo esperada. Por esta razón, un fortalecimiento de la confianza de consumidores e inversores suele tener efectos positivos sobre la demanda agregada.

En cuanto a los efectos de la política monetaria, puede observarse que todo aumento de la oferta monetaria que dé lugar a una rebaja de los tipos de interés reales estimulará la demanda agregada y desplazará la curva de demanda hacia la derecha¹¹. Una modificación de estas variables en sentido opuesto haría que la demanda agregada se redujese (desplazándose la curva DA hacia la izquierda).

Con respecto a la oferta agregada, subidas de los precios del petróleo o aumentos de los precios de los factores de producción —como, por ejemplo, de los salarios— harán que la oferta agregada se mueva hacia la izquierda. Inversamente, el progreso tecnológico y las mejoras de productividad desplazarán la oferta agregada hacia la derecha, por cuanto que estos avances permiten elevar la producción manteniendo los costes y sin modificar la cantidad de factor trabajo.

¹¹ Los economistas suelen expresar el descenso de la demanda de dinero en términos de un aumento de la velocidad de circulación del dinero. Esta última variable, que puede definirse como la rapidez con la que el dinero se transfiere entre distintos tenedores, determina, por lo tanto, cuánto dinero se necesita para que un volumen de transacciones nominales específico pueda llevarse a cabo. En realidad, ambos fenómenos deben considerarse caras de la misma moneda. Si los ciudadanos desean mantener menos dinero, la masa monetaria disponible —si la oferta monetaria no varía— cambiará de manos con mayor frecuencia y, por tanto, circulará más. Dicho de otro modo, se habrá incrementado la velocidad de circulación del dinero. Volveremos sobre esta cuestión en los siguientes capítulos.

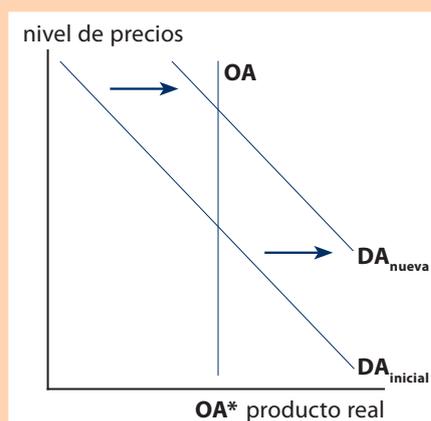


Existen diversos motivos por los que el precio de los consumos intermedios se incrementa, por ejemplo, un aumento de la demanda mundial de materias primas.

Este análisis muestra que desplazamientos de la curva de oferta, de la de demanda o de ambas a la vez pueden ocasionar alteraciones del nivel general de precios. Por ejemplo, si el resto de factores permanece estable, un descenso de la oferta agregada (es decir, un desplazamiento de OA hacia la izquierda) vendrá acompañado de una reducción del producto real a corto plazo y una subida de precios. Inversamente, un aumento de la demanda (es decir, un desplazamiento de DA hacia la derecha) tendrá como resultado un incremento de la actividad real a corto plazo y una subida de precios.

El modelo de largo plazo explica por qué el comportamiento de la demanda agregada resulta clave para determinar el nivel general de precios de una economía a largo plazo. Cuando la curva de oferta agregada es vertical, los desplazamientos de la demanda agregada afectarán a los precios, pero no al producto. Por ejemplo, si se incrementase la oferta monetaria, la curva de demanda agregada se desplazaría hacia la derecha y, a largo plazo, la economía alcanzaría un nuevo equilibrio en el que el nivel de producción seguiría siendo el mismo, pero el de precios habría aumentado.

Gráfico 3: Desplazamientos de la demanda agregada y de la oferta agregada a largo plazo



Cabe recordar que la inflación se ha definido como un incremento generalizado de los precios de los bienes y los servicios. En consecuencia, los procesos de inflación son el resultado de un crecimiento constante de la demanda agregada a lo largo del tiempo. Tal evolución de la demanda sólo es posible si, a su vez, la política monetaria permite esta situación manteniendo los tipos de interés en niveles reducidos y el crecimiento monetario en tasas elevadas.

4.4 Factores determinantes de la evolución de los precios a corto plazo

A continuación se examinan algunos factores que influyen sobre la evolución a corto plazo de los precios. Como se explica detalladamente en el recuadro 4.2, existen dos factores que juntos o separadamente pueden generar inflación (es decir, una subida continuada del nivel precios). En general, los precios se elevarán si, en promedio, se produce un

aumento de la demanda agregada o un descenso de la oferta agregada. En otras palabras, cuando se producen cambios (los economistas suelen denominar «perturbaciones» a las alteraciones inesperadas de la evolución económica) que animan a los consumidores a incrementar su nivel de gasto o a las empresas a reducir su producción, pueden aparecer presiones inflacionistas. En el primer caso, cuando la inflación es resultado de un aumento de la demanda, los libros de Economía hablan de «inflación de demanda». En el segundo caso, cuando se produce un alza de los costes que, consecuentemente, da lugar a una disminución de la oferta que se traduce, asimismo, en inflación, se habla de «inflación de costes». Inversamente, aparecen presiones deflacionistas, si la demanda agregada cae o la oferta agregada se incrementa. En general, ante procesos de este tipo es necesaria una respuesta de la política monetaria para garantizar la estabilidad de precios. Normalmente, cuando aparecen presiones inflacionistas, los bancos centrales elevan los tipos de interés (reales) para evitar que esas presiones se traduzcan en desviaciones más persistentes respecto de la estabilidad de precios.

Son muchos los factores específicos que pueden dar lugar a un aumento de la demanda agregada que traiga consigo una subida de precios. Junto a la política monetaria (aumentos de la oferta de dinero), destacan: el incremento de las adquisiciones realizadas por las Administraciones Públicas, la depreciación del tipo de cambio y el aumento de la demanda exterior de bienes nacionales (exportaciones). Las variaciones de la demanda agregada pueden deberse también a un reforzamiento de la confianza. Por ejemplo, es probable que las empresas inviertan más si esperan obtener mayores beneficios en el futuro. Las variaciones de la demanda, agregada empujarán al alza el nivel de precios y estimularán temporalmente la producción agregada (véase recuadro 4.2).

¿Cuáles son concretamente los factores que dan lugar a un descenso de la oferta agregada y, en consecuencia, a una subida de los precios a corto plazo? El deterioro de la productividad, la elevación de los costes de producción (derivados, por ejemplo, de subidas de los salarios reales y de los precios de las materias primas, entre las que destaca el petróleo) y las subidas de los impuestos de sociedades decretadas por los gobiernos son las principales causas de la disminución de la oferta agregada. Así, para un nivel de precios específico, un aumento de los costes de producción afecta negativamente al volumen de producto, cuando el resto de factores se mantiene constante.

Del mismo modo, para un determinado nivel de precios, una subida de los salarios o del coste de las materias primas, como el petróleo, obliga a las empresas a reducir el número de empleados y el volumen de producción. La inflación resultante de este proceso se denomina habitualmente «inflación de costes», puesto que es consecuencia de efectos del lado de la oferta.

Las circunstancias que pueden empujar al alza los precios de los consumos intermedios son diversas, por ejemplo, una caída por debajo del nivel esperado de la oferta de materias primas o un aumento de la demanda mundial de materias primas. Un incremento de los salarios reales (que no venga acompañado de una mejora de la productividad) se traducirá en una reducción de la oferta agregada y en un menor nivel de empleo. Es posible que esta subida salarial se deba a una disminución de la oferta de mano de obra, originada por una decisión del gobierno (como, por ejemplo, un aumento de los impuestos que gravan las rentas del trabajo) que dé lugar a un deterioro de los incentivos para trabajar. Asimismo, un fortalecimiento del poder de los sindicatos puede traducirse en un alza de los salarios reales.

Cuando estos factores actúan en sentido contrario, se producirá un incremento de la oferta agregada. Una mejora de la productividad (derivada de la aplicación de nuevas tecnologías, por ejemplo) dará lugar, si el resto de variables permanece sin cambios,



**El aumento de la
demanda exterior
de exportaciones
puede incidir en el
consumo y en la
inversión.**

a un descenso de los precios y a un aumento del empleo a corto plazo ya que, para unos salarios específicos, contratar trabajadores resulta más rentable. No obstante, si los salarios se incrementasen al mismo ritmo que la productividad, el nivel de empleo no experimentaría ninguna variación.

El papel de la inflación esperada

A la hora de negociar los salarios o de fijar los precios, empresas y trabajadores suelen tener en cuenta el nivel de precios del período siguiente, por ejemplo, el año próximo. La inflación esperada es importante a efectos de los acuerdos salariales en vigor, ya que las subidas de precios que se produzcan en el futuro reducirán la cantidad de bienes y servicios que un salario nominal determinado podrá adquirir. Por esta razón es posible que, si se esperan tasas de inflación elevadas, los trabajadores exijan aumentos del salario nominal mayores. Los acuerdos salariales basados en expectativas de este tipo suponen un incremento de los costes para las empresas, y estos costes podrían trasladarse a los consumidores en forma de subidas de precios. Lo mismo ocurre cuando las empresas fijan sus precios. Puesto que los precios de muchos bienes y servicios se establecen para un cierto período de tiempo (por ejemplo, un año o un mes; véase recuadro 4.1), aquellas empresas que planeen publicar una nueva lista de precios y prevean que, en el futuro, el nivel general de precios o los salarios experimentarán un movimiento al alza podrían incrementar sus precios de forma inmediata. Por lo tanto, cuando se espera que en el futuro haya inflación, el comportamiento de los ciudadanos puede provocar un aumento de la inflación en el presente. Esta es otra de las razones por las cuales resulta crucial que la política monetaria sea creíble en su objetivo de mantener la estabilidad de precios, a fin de estabilizar las expectativas de inflación a más largo plazo en niveles reducidos, en consonancia con la estabilidad de precios.

En conjunto, los factores y perturbaciones que pueden influir, a corto plazo, sobre el nivel de precios son diversos. Entre ellos destaca la evolución de la demanda agregada y sus distintos componentes, incluida la evolución de la política presupuestaria. Otros cambios pueden deberse a alteraciones de los precios de los consumos intermedios, de los costes y de la productividad, de la evolución del tipo de cambio y de la economía mundial. Todos estos factores podrían afectar a la actividad real y a los precios en períodos más cortos. Sin embargo, ¿qué ocurre en plazos más largos?

Esto nos lleva a una importante distinción que se realiza en Economía. Los economistas diferencian habitualmente entre corto y largo plazo (véase también recuadro 4.2).

4.5 Factores determinantes de la evolución de los precios a largo plazo

¿Cuál es la incidencia relativa de estos factores sobre la inflación en períodos de tiempo más largos? En otras palabras, ¿son todos ellos igualmente importantes en lo que se refiere a tendencias inflacionistas? No cabe duda de que la respuesta es «no». Como veremos a continuación, la política monetaria desempeña un papel clave en este contexto.

Como se ha explicado anteriormente, existe un desfase de entre uno y tres años, aproximadamente, entre los cambios de política monetaria y sus efectos sobre los precios. Esto significa que la política monetaria no puede impedir que, a corto plazo,

la inflación se vea afectada por alguna evolución o perturbación económica real inesperada. Empero, los economistas están de acuerdo en reconocer la capacidad de la política monetaria para controlar, en un plazo más largo, la evolución de los precios y, por lo tanto, la «tendencia» de la inflación, esto es, la variación del nivel de precios que se produce cuando la economía absorbe plenamente las perturbaciones de corto plazo.

A largo plazo, los precios son flexibles y pueden adaptarse totalmente a las variaciones de la oferta y la demanda. Sin embargo, a corto plazo, muchos precios específicos son rígidos y se mantienen en sus niveles corrientes durante algún tiempo (véase recuadro 4.1).

¿Cómo afecta esta distinción a los resultados? A grandes rasgos, puede argumentarse que, a largo plazo, el volumen del producto no depende del nivel de precios, sino que viene determinado por el volumen de capital, la población activa y su cualificación profesional, las políticas estructurales que influyen sobre los incentivos al trabajo y a la inversión y el desarrollo tecnológico en el ámbito de producción. Dicho de otro modo, el nivel de producto a largo plazo depende de una serie de factores reales o del lado de la oferta. Estos factores definen la posición exacta de la curva de oferta agregada.

La otra curva que determina el estado de equilibrio de la economía es la de demanda agregada. Como se ha argumentado, existe una serie de factores que pueden dar lugar a incrementos de la demanda agregada. Entre ellos, aumentos del gasto público y de la demanda exterior de exportaciones, y mejoras de las expectativas relativas a la evolución futura de la productividad que podrían tener alguna repercusión sobre el consumo y la inversión corrientes. Sin embargo, resulta obvio que aunque muchos de estos factores pueden seguir aumentando durante un largo período, a largo plazo, la aplicación prolongada de una política monetaria expansiva puede dar lugar a un crecimiento continuo del nivel general de precios. Para expresar este razonamiento se recurre, con frecuencia, al conocido dicho: «la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario». De hecho, no son pocos los estudios empíricos que han avalado esta hipótesis. Por lo tanto, a más largo plazo, la razón última de cualquier proceso inflacionista es un incremento constante de la oferta monetaria, o lo que es lo mismo, una política monetaria expansiva continuada. Desde una perspectiva a más largo plazo, las medidas de política monetaria determinan que se permita que la inflación aumente o que se mantenga en niveles reducidos. En otras palabras, los bancos centrales que controlan la oferta monetaria y el tipo de interés a corto plazo tienen, en definitiva, el control sobre la tasa de inflación en períodos más largos. Si un banco central decide mantener los tipos de interés a corto plazo en niveles demasiado bajos y aumentar excesivamente la oferta de dinero, los precios se incrementarán rápidamente. Este resultado elemental puede explicarse mediante la teoría cuantitativa del dinero, un concepto básico en Economía que analiza en detalle la relación entre dinero y precios (véase el recuadro 4.3).

Recuadro 4.3 Teoría cuantitativa del dinero

De acuerdo con la identidad conocida comúnmente como ecuación cuantitativa, la modificación de la masa monetaria (ΔM) de una economía equivale a la diferencia entre la variación que experimentan las transacciones nominales [aproximadamente, la suma de la variación de la actividad real (ΔYR) y del nivel de precios (ΔP)] y la variación de la velocidad de circulación del dinero (ΔV). Esta última variable, que

puede definirse como la rapidez con la que el dinero se transfiere entre distintos tenedores, determina, por lo tanto, cuánto dinero se necesita para que un volumen de transacciones nominales específico pueda llevarse a cabo¹². En resumen:

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Lógicamente, este tipo de relación, que se denomina identidad, no puede falsearse y, por lo tanto, no aporta información alguna respecto a la causalidad. El sentido de la causalidad sólo puede inferirse si se tienen en cuenta supuestos adicionales respecto a los determinantes de las variables. En concreto, los dos supuestos siguientes permiten transformar la *ecuación* cuantitativa en *teoría* cuantitativa. En primer lugar, se considera que, a largo plazo, el producto viene determinado por factores reales como oportunidades de producción de la comunidad y sus gustos y preferencias. En segundo lugar, se estima que, a largo plazo, la velocidad depende de las prácticas de pagos, los acuerdos económicos y financieros para la realización de transacciones y los costes y beneficios derivados del mantenimiento de efectivo en lugar de otros activos. De esto se deduce que la oferta de dinero —determinada por las decisiones de las autoridades monetarias— está relacionada, a largo plazo, con el nivel de precios. Dicho de otro modo, en períodos de tiempo más largos, el nivel de precios depende directamente de las variaciones de la cantidad de dinero, y oscila en proporción a esta última variable.

De este razonamiento se desprende que la institución encargada de fijar la oferta de dinero, es decir, el banco central, es, en definitiva, el responsable de las tendencias a más largo plazo de la inflación.

¹² Dicho de otro modo, esto refleja el hecho de que en la ecuación, el término de la izquierda equivale a la cantidad de dinero utilizada, mientras que el de la derecha refleja el valor de la transacción.



Capítulo 5: La política monetaria del BCE

Este capítulo contiene información útil para responder preguntas sobre el proceso que condujo al establecimiento de la UEM, cuál es organismo responsable de la política monetaria única en la zona del euro, cuál es el objetivo del Eurosistema y los instrumentos que éste utiliza para cumplir las funciones que le han sido encomendadas.

El apartado 5.1
ofrece un breve repaso histórico.

El apartado 5.2
analiza el marco institucional.

El apartado 5.3
se refiere a la estrategia de
política monetaria del BCE.

El apartado 5.4
explica de manera resumida el
marco operativo del Eurosistema.

5.1 Breve repaso a la historia

Historia: las tres fases de la Unión Económica y Monetaria

La idea de que Europa debería contar con un único sistema monetario armonizado y estable tiene profundas raíces históricas. (véase recuadro 5.1). Tras un intento infructuoso a principios de los setenta, el proceso de integración recibió un impulso decisivo en junio de 1988, cuando el Consejo Europeo confirmó el objetivo de lograr progresivamente una unión económica y monetaria y constituyó un Comité, presidido por el entonces presidente de la Comisión Europea Jacques Delors, para que estudiase y propusiese fases concretas para avanzar hacia dicha unión. El informe resultante (el «Informe Delors», presentado en abril de 1989, proponía que la Unión Económica y Monetaria se alcanzase en tres fases que marcasen una evolución medida aunque progresiva.

Recuadro 5.1 El camino hacia la moneda única, el euro

1962	La Comisión Europea presenta su primera propuesta (<i>Memorandum Marjolin</i>) para una unión económica y monetaria.
Mayo de 1964	Se crea un Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea (CEE) para dar un papel institucional a la cooperación entre los bancos centrales de la CEE.
1970	El Informe Werner establece un plan para lograr una unión económica y monetaria en la Comunidad hacia 1980.
Abril de 1972	Se articula un mecanismo (la «serpiente») para la reducción progresiva de los márgenes de fluctuación entre las monedas de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea.
Abril de 1973	Se crea el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria a fin de garantizar el funcionamiento adecuado de la «serpiente».
Marzo de 1979	Se instituye el Sistema Monetario Europeo.
Febrero de 1986	Se firma el Acta Única Europea.
Junio de 1988	El Consejo Europeo asigna a un comité de expertos presidido por Jacques Delors (el «Comité Delors») la presentación de propuestas para la creación de la UEM.
Mayo de 1989	Se remite el «Informe Delors» al Consejo Europeo.
Junio de 1989	El Consejo Europeo acuerda la consecución de la UEM en tres fases.
Julio de 1990	Comienza la primera fase de la UEM.
Diciembre de 1990	Se convoca una Conferencia Intergubernamental para llevar a cabo los preparativos necesarios para las fases segunda y tercera de la UEM.
Febrero de 1992	Se firma el Tratado de la Unión Europea (el «Tratado de Maastricht»).
Octubre de 1993	Fráncfort del Meno es designada como la sede del Instituto Monetario Europeo (IME) y del BCE, y se nombra el presidente del IME.

Noviembre de 1993	Entra en vigor el Tratado de la Unión Europea.
Diciembre de 1993	Alexandre Lamfalussy es nombrado presidente del IME, que quedará establecido el 1 de enero de 1994.
Enero de 1994	Comienza la segunda fase de la UEM y se crea el IME.
Diciembre de 1995	El nombre de la moneda única se decide en la reunión del Consejo Europeo de Madrid y se fija el escenario para su adopción e introducción.
Diciembre de 1996	El IME presenta al Consejo Europeo muestras de billetes.
Junio de 1997	El Consejo Europeo acuerda la adopción del «Pacto de Estabilidad y Crecimiento».
Mayo de 1998	Se confirma que Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia cumplen las condiciones necesarias para la adopción del euro como su moneda única; se nombran los miembros del Comité Ejecutivo del BCE.
Junio de 1998	Se crean el BCE y el SEBC.
Octubre de 1998	El BCE anuncia la estrategia y el marco operativo de la política monetaria única que ejercerá a partir de enero de 1999.
Enero de 1999	Inicio de la tercera fase de la UEM; el euro pasa a ser la moneda única de la zona del euro; se fijan de manera irrevocable los tipos de conversión de las antiguas monedas nacionales de los Estados miembros participantes; ejercicio de una política monetaria única para la zona del euro.
Enero de 2001	Grecia pasa a ser el doceavo Estado miembro de la zona del euro.
Enero de 2002	Introducción del euro: entrada en circulación de los billetes y monedas en euros; a partir de febrero de 2002, el euro pasa a ser la única moneda de curso legal en la zona del euro.
Mayo de 2004	Los BCN de los diez nuevos Estados miembros se integran en el SEBC.

Fuente: Scheller (2004), p. 16.

La primera fase de la UEM

Atendiendo a las conclusiones del Informe Delors, el Consejo Europeo decidió, en junio de 1989, que la primera fase de la unión económica y monetaria comenzaría el 1 de julio de 1990. Al mismo tiempo, al Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea, que había desempeñado un papel de creciente relevancia en la colaboración monetaria desde que fuera creado en 1964, le fueron atribuidas nuevas competencias.

Para la realización de las fases segunda y tercera, resultaba necesario revisar el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (el Tratado de Roma) con objeto de establecer la infraestructura institucional necesaria. Con este objetivo, se convocó una Conferencia Intergubernamental sobre la UEM que tuvo lugar en 1991, simultáneamente a la Conferencia Intergubernamental sobre la unión política. El Comité de Gobernadores remitió el borrador de los Estatutos del SEBC y del BCE a la Conferencia Intergubernamental. Las negociaciones concluyeron con la adopción, en diciembre de 1991, del Tratado de la Unión Europea, que fue firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992. No obstante, debido a los retrasos ocurridos en el proceso de ratificación, no entró en vigor hasta el 1 de noviembre de 1993.

La segunda fase de la UEM: la creación del IME y del BCE

La creación del Instituto Monetario Europeo (IME), el 1 de enero de 1994, señaló el comienzo de la segunda fase de la UEM y supuso la disolución del Comité de Gobernadores. La existencia transitoria del IME reflejaba igualmente el estado de integración monetaria en la Comunidad: entre sus atribuciones no figuraba la dirección de la política monetaria de la Unión Europea, que siguió siendo competencia exclusiva de las autoridades nacionales, ni tampoco la intervención en los mercados de divisas.

Las dos funciones principales del IME consistían, en primer lugar, en reforzar la cooperación entre los bancos centrales y la coordinación de sus políticas monetarias y, en segundo lugar, en realizar los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), para la aplicación de una política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase.

En diciembre de 1995, el Consejo Europeo acordó que la unidad monetaria europea, que habría de introducirse al inicio de la tercera fase, se denominaría «euro», y confirmó que la tercera fase comenzaría el 1 de enero de 1999. Además, se anunció el orden cronológico de una serie de acontecimientos que marcarían el avance del proceso de transición al euro.

Estas actividades seguían, en su gran mayoría, diversas propuestas muy detalladas elaboradas por el IME. El IME recibió, además, el encargo de realizar los trabajos preparatorios de las futuras relaciones monetarias y cambiarias entre los países de la zona del euro y los demás países de la UE. En diciembre de 1996, el IME presentó al Consejo Europeo un informe que constituyó la base para la elaboración de una Resolución del Consejo Europeo sobre los principios y elementos fundamentales del nuevo mecanismo de tipo de cambio (MTC II), que fue adoptado en junio de 1997.

En diciembre de 1996, el IME presentó asimismo al Consejo Europeo, y posteriormente al público, las series de los diseños de los billetes en euros seleccionados que entrarían en circulación el 1 de enero de 2002.

A fin de completar y clarificar las disposiciones del Tratado relativas a la UEM, el Consejo Europeo adoptó, en junio de 1997, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, cuya finalidad es garantizar la disciplina presupuestaria en relación con la UEM. En mayo de 1998, el Consejo emitió una declaración por la que se ampliaba el Pacto y se reforzaban los compromisos adquiridos.

El 2 de mayo de 1998, el Consejo de la Unión Europea, en su composición de Jefes de Estado o de Gobierno, decidió que once Estados miembros (Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia) cumplían las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única el 1 de enero de 1999.

Al mismo tiempo, los ministros de Economía de los Estados miembros que han adoptado la moneda única acordaron, junto con los gobernadores de los bancos centrales nacionales de dichos países, la Comisión Europea y el IME, que los tipos de cambio centrales del SME de las monedas de los Estados miembros participantes serían utilizados para determinar los tipos de conversión irrevocable del euro.

El 25 de mayo de 1998, los gobiernos de los once Estados miembros participantes nombraron al presidente, al vicepresidente y a los otros cuatro miembros del Comité Ejecutivo del BCE. La toma de posesión efectiva de estos cargos tuvo lugar el 1 de junio de 1998 y señaló la constitución del BCE.



En diciembre de 1996 se presentaron las series de los diseños de los billetes en euros seleccionadas.

Con ello, las funciones del IME tocaron a su fin. De conformidad con el artículo 123 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el IME entró en liquidación. La totalidad de los trabajos preparatorios encomendados al IME concluyó en el plazo previsto y el BCE empleó el resto de 1998 en la realización de las pruebas finales del funcionamiento de diversos sistemas y procedimientos.

La tercera fase de la UEM, la fijación irrevocable de los tipos de cambio

El 1 de enero de 1999 daba comienzo la fase tercera y última de la UEM con la fijación irrevocable de los tipos de cambio de las monedas de los once Estados miembros participantes desde el principio en la unión monetaria y el inicio de la ejecución de la política monetaria única bajo la responsabilidad del BCE.

El número de Estados miembros participantes aumentó a doce el 1 de enero de 2001, cuando Grecia se incorporó a la tercera fase de la UEM. Esta incorporación se produjo a raíz de que la decisión adoptada el 19 de junio de 2000 por el Consejo de la Unión Europea, reunido en su composición de Jefes del Estado o de Gobierno, confirmase que este país cumplía los criterios de convergencia.

5.2 El marco institucional

El Sistema Europeo de Bancos Centrales

El SEBC es el guardián de la estabilidad de precios en la zona del euro. El BCE fue creado el 1 de junio de 1998, y es uno de los bancos centrales más jóvenes del mundo, lo cual no obsta para que haya heredado la credibilidad y experiencia de todos los bancos centrales nacionales de la zona del euro que, conjuntamente con el BCE, instrumentan la política monetaria de la zona del euro.

El fundamento jurídico del BCE y del SEBC es el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. De acuerdo con este Tratado, el SEBC comprende el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE (veinticinco a partir del 1 de mayo de 2004). Los Estatutos del SEBC y del BCE, están recogidos en un Protocolo anexo al Tratado.

Mandato del SEBC

El tratado establece que «el objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios» y «sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2». Entre dichos objetivos figuran «un alto nivel de empleo (...), un crecimiento sostenible y no inflacionista, un alto grado de competitividad y de convergencia de los resultados económicos». Por lo tanto, el Tratado dispone claramente unos objetivos prioritarios, atribuyendo una importancia primordial a la estabilidad de precios. Al centrar la política monetaria del BCE en este objetivo, el Tratado establece sin lugar a dudas que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede ofrecer para lograr un entorno económico favorable y un elevado nivel de empleo.



El SEBC es el garante de la estabilidad de precios en la zona del euro.

El Eurosistema

El Eurosistema está integrado por los doce BCN de la zona del euro y por el BCE. Este término fue adoptado por el Consejo de Gobierno para designar el mecanismo por el que el SEBC desempeña sus funciones en la zona del euro. Mientras sigan existiendo Estados miembros de la UE que no hayan adoptado el euro será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC. Los BCN de los trece Estados miembros que aún no han adoptado el euro —Dinamarca, Suecia y Reino Unido entre los «antiguos» Estados miembros de la UE, además de los diez «nuevos» Estados miembros que se integraron el 1 de mayo de 2004 (Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, la República Eslovaca y Eslovenia)— no intervienen en la adopción de decisiones relativas a la política monetaria única de la zona del euro, y siguen conservando tanto sus respectivas monedas nacionales como la competencia para la ejecución de la política monetaria. Todos los países de la UE pueden adoptar el euro en un momento posterior, una vez que cumplan los criterios de convergencia (para una descripción más detallada de estos criterios, véase el siguiente recuadro).

Recuadro 5.2 Los criterios de convergencia

Las condiciones necesarias para la adopción del euro están enumeradas en el artículo 121 del Tratado y en el Protocolo sobre los criterios de convergencia a que se hace referencia en el artículo 121 del Tratado (este protocolo está recogido en un anexo al Tratado). Para determinar si un Estado miembro ha alcanzado un alto grado de convergencia sostenible se atiende a cuatro criterios: estabilidad de precios, el saneamiento de sus finanzas públicas, la estabilidad de los tipos de cambio y unos niveles de los tipos de interés a largo plazo que reflejen la convergencia.

El primer guión del apartado 1 del artículo 121 del Tratado requiere: «el logro de un alto grado de estabilidad de precios» y establece «que deberá quedar de manifiesto a través de una tasa de inflación que esté próxima a la de, como máximo, los tres Estados miembros más eficaces en cuanto a la estabilidad de precios». Por otra parte, el artículo 1 del Protocolo dispone que «El criterio relativo a la estabilidad de precios (...) se entenderá en el sentido de que los Estados miembros deberán tener un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un período de un año antes del examen, que no exceda en más de un 1,5 % la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. La inflación se medirá utilizando el índice de precios de consumo sobre una base comparable, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales».

Con arreglo al segundo guión del apartado 1 del artículo 121 del Tratado «las finanzas públicas deberán encontrarse en una situación sostenible, lo que quedará demostrado en caso de haberse conseguido una situación del presupuesto sin un déficit público excesivo, definido de conformidad con lo dispuesto en el apartado 6 del artículo 104». Además, el artículo 2 del Protocolo establece «(...) se entenderá en el sentido de que, en el momento del examen, el Estado miembro de que se trate no sea objeto de una decisión del Consejo con arreglo al apartado 6 del artículo 104 del Tratado, relativa a la existencia de un déficit excesivo en dicho Estado miembro». En virtud del apartado 1 del artículo 104 del Tratado, los Estados miembros «evitarán déficit públicos excesivos». La Comisión examinará la observancia de la disciplina presupuestaria atendiendo a los dos criterios siguientes:

«a) si la proporción entre el déficit público previsto o real y el producto interior bruto (PIB) sobrepasa el valor de referencia (definido en el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo como el 3 % del PIB), a menos:

- que la proporción haya descendido sustancial y continuadamente y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia,
- o, alternativamente, que el valor de referencia se sobrepase solo excepcional y temporalmente, y la proporción se mantenga cercana al valor de referencia;

b) si la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto (PIB) rebasa un valor de referencia (definido en el Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo como el 60 % del PIB), a menos que la proporción disminuya suficientemente y se aproxime a un ritmo satisfactorio al valor de referencia».

El tercer guión del apartado 1 del artículo 121 del Tratado requiere: «el respeto, durante dos años como mínimo, sin que se haya producido devaluación frente a la moneda de ningún otro Estado miembro, de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipo de cambio del sistema monetario europeo». Además, el artículo 3 del Protocolo dispone que «el criterio relativo a la participación en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo (...) se entenderá en el sentido de que los Estados miembros hayan observado, sin tensiones graves y durante por lo menos los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo. En particular, no habrán devaluado, durante el mismo período, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto de la de ningún otro Estado miembro».

El cuarto guión del apartado 1 del artículo 121 del Tratado establece que: «el carácter duradero de la convergencia conseguida por el Estado miembro y de su participación en el mecanismo de tipos de cambio del sistema monetario europeo deberá verse reflejado en los niveles de tipos de interés a largo plazo». El artículo 4 del Protocolo dispone asimismo que «el criterio relativo a la convergencia de los tipos de interés, contemplado en el cuarto guión del apartado 1 del artículo 121 del Tratado, se entenderá en el sentido de que, observados durante un período de un año antes del examen, los Estados miembros hayan tenido un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de 2 puntos porcentuales el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios. Los tipos de interés se medirán con referencia a los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales».

Además de estos criterios económicos, los criterios de convergencia requieren asimismo la existencia de convergencia en el ámbito legal, a fin de garantizar que la legislación nacional, incluidos los estatutos de los BCN, sea compatible con el Tratado y con los Estatutos del SEBC y del BCE. El Tratado dispone que una vez cada dos años, como mínimo, o a petición de cualquier Estado miembro acogido a excepción, la Comisión Europea y el BCE presentarán informes acerca de los progresos que hayan realizado dichos Estados miembros en el cumplimiento de sus respectivas obligaciones en relación con los criterios de convergencia. Sobre la base de los informes de convergencia remitidos separadamente por el BCE y la Comisión, y sobre la base de una propuesta de la Comisión, el Consejo, reunido en su composición de Jefes de Estado o de Gobierno decide, previa consulta al Parlamento Europeo, qué Estados miembros cumplen los criterios mencionados anteriormente, lo que significa que pueden incorporarse a la zona del euro. Desde el inicio de la tercera fase, el BCE ha elaborado informes de convergencia en el 2000, el 2002 y en el 2004.

...y sus funciones básicas...

Las funciones básicas del Eurosistema son:

- definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro;
- realizar operaciones de cambio de divisas y mantener y gestionar las reservas oficiales de los países de la zona del euro;
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Otras funciones son:

- autorizar la emisión de billetes en la zona del euro;
- elaborar dictámenes acerca de cualquier proyecto de disposición legal comunitaria o nacional;
- recopilar la información estadística necesaria, bien de las autoridades nacionales competentes, bien directamente de los agentes económicos, por ejemplo, de las instituciones financieras;
- contribuir al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero.

El Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno es el principal órgano rector del BCE. El Consejo de Gobierno está compuesto por los seis miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de la zona del euro (doce gobernadores en el 2004). Tanto el Consejo de Gobierno como el Comité Ejecutivo están presididos por el presidente del BCE (véase el gráfico siguiente).

La tarea principal del Consejo de Gobierno es la formulación de la política monetaria de la zona del euro. En concreto, está facultado para determinar los tipos de interés a los que las entidades de crédito obtienen liquidez (dinero) del Eurosistema. Con ello, el Consejo de Gobierno ejerce una influencia directa sobre los tipos de interés en la economía del conjunto de la zona del euro, incluidos los tipos que las entidades de crédito cobran a sus clientes por los créditos que les conceden y los tipos que los ahorradores obtienen de sus depósitos. El Consejo de Gobierno lleva a cabo sus responsabilidades mediante la adopción de orientaciones y decisiones.

El Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros, todos ellos nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países que forman la zona del euro. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo son poner en práctica la política monetaria formulada por el Consejo de Gobierno e impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro a estos efectos. Asimismo, prepara las reuniones del Consejo de Gobierno y se encarga de la gestión ordinaria del BCE.

El Consejo General

El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE y está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de los veinticinco Estados miembros de la UE. El Consejo General no tiene competencia en lo que se refiere a la adopción de decisiones de política monetaria en la zona del euro. Contribuye a la

coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro y a los preparativos para la futura ampliación de la zona del euro.

Gráfico: Los órganos rectores del BCE



Independencia

Existen buenos motivos para asignar la función de mantener la estabilidad de precios a un banco central independiente que no esté sujeto a posibles presiones políticas. De acuerdo con las disposiciones previstas en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el Eurosistema disfruta de plena independencia en el ejercicio de sus funciones: ni el BCE ni los BCN del Eurosistema, ni ningún miembro de sus órganos rectores pueden recabar ni aceptar instrucciones procedentes de otros organismos. Por su parte, las instituciones y organismos comunitarios, así como los gobiernos de los Estados miembros se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los BCN en el ejercicio de sus funciones. Además, el Eurosistema no puede conceder créditos a organismos comunitarios o a entidades nacionales del sector público. Esto le protege en mayor medida de cualquier interferencia política. El Eurosistema dispone de todos los instrumentos y competencias necesarios para ejecutar la política monetaria de forma eficiente. Los miembros de los órganos rectores del BCE tienen un período de mandato prolongado y sólo pueden ser separados de sus cargos en caso de falta grave o de imposibilidad para su ejercicio. El BCE tiene su propio presupuesto, independiente del de la Comunidad. Esto mantiene la administración del BCE separada de los intereses financieros de la Comunidad.

Capital del BCE

El capital del BCE no procede de la Comunidad Europea, sino que ha sido suscrito y pagado por los BCN. La participación de cada Estado miembro en el producto interior bruto y en la población de la Unión Europea determina la cantidad suscrita por los BCN.



5.3 La estrategia de política monetaria del BCE

Principios generales

El mandato y la función de la política monetaria

Como ya se ha mencionado, el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea asigna al BCE el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En concreto, establece que «el objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios».

El reto al que se enfrenta el BCE puede enunciarse de la siguiente manera: a fin de garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE ha de influir en las condiciones del mercado monetario y, con ello, en el nivel de los tipos de interés a corto plazo. A continuación se explican algunos de los principios fundamentales de una política monetaria sólida.

La política monetaria ha de constituir un firme anclaje para las expectativas de inflación...

En primer lugar, la política monetaria es considerablemente más eficaz si constituye un firme anclaje para las expectativas de inflación (véase el apartado 3.3). A estos efectos, los bancos centrales deberían especificar sus objetivos, desarrollarlos y ceñirse a un método coherente y sistemático para el ejercicio de la política monetaria; además han de comunicar dichos objetivos con claridad. Estos son los elementos principales para adquirir un elevado nivel de credibilidad, que es una condición necesaria para influenciar las expectativas de los agentes económicos.

...debe mirar al futuro...

En segundo lugar, debido a los desfases temporales del mecanismo de transmisión (véase el apartado 4.3), las modificaciones que se introduzcan hoy en la política monetaria no incidirán sobre el nivel de precios hasta transcurridos varios trimestres o incluso varios años. Esto significa que el banco central ha de determinar la orientación de la política monetaria requerida para poder mantener la estabilidad de precios en el futuro, una vez que la transmisión se haya producido. En este sentido, la política monetaria ha de mirar al futuro.

...orientarse al medio plazo...

Puesto que los desfases de transmisión imposibilitan a la política monetaria contrarrestar las perturbaciones imprevistas del nivel de precios (por ejemplo, las causadas por alteraciones de los precios internacionales de las materias primas y de los impuestos indirectos) a corto plazo, cierto grado de volatilidad a corto plazo resulta inevitable (véase apartado 4.4). Además, debido a la complejidad del proceso de transmisión de la política



La política
monetaria debe
estar orientada al
futuro...

monetaria, los efectos de las perturbaciones económicas y de la política monetaria están siempre sometidos a un elevado grado de incertidumbre. Por estas razones, la política monetaria ha de adoptar una orientación a medio plazo, a fin de impedir un exceso de activismo y la introducción de una volatilidad innecesaria en la economía real.

...y basarse en un amplio conjunto de indicadores

Por último, al igual que los demás bancos centrales, el BCE ha de tener en cuenta, entre otros factores, la considerable incertidumbre inherente a la fiabilidad de los indicadores económicos, la estructura de la economía de la zona del euro y el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, una política monetaria con resultados satisfactorios ha de basarse en un conjunto amplio de indicadores, —en los que se tenga en cuenta toda la información relevante a fin de entender los factores que determinan la evolución de la economía—, y no puede fundamentarse ni en un conjunto reducido de indicadores ni tampoco en un único modelo económico.

El papel de la estrategia: un marco para las decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado y anunciado una estrategia de política monetaria que garantiza la aplicación de un enfoque coherente y sistemático a las decisiones de política monetaria. Esta estrategia incorpora los principios generales mencionados para hacer frente a los retos de todo banco central, y tiene como finalidad constituir un marco general para la adopción de las decisiones sobre el nivel adecuado de los tipos de interés a corto plazo y su posterior comunicación al público.

Los principales efectos de la estrategia de política monetaria

El primer elemento de esta estrategia es la definición cuantitativa de estabilidad de precios formulada por el BCE. Asimismo, la estrategia establece un marco para garantizar que el Consejo de Gobierno evalúa todos los datos y análisis necesarios para la adopción de decisiones de política monetaria dirigidas a mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Los siguientes apartados de este capítulo explican estos elementos más detalladamente.

La definición cuantitativa de estabilidad de precios

Objetivo prioritario

El objetivo principal del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro y, por tanto, proteger el poder adquisitivo del dinero. Como se ha expuesto anteriormente, el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede ofrecer para conseguir un entorno económico



La definición sirve de criterio de guía para que el público pueda formarse sus propias expectativas referidas al comportamiento futuro de los precios.

favorable y un elevado nivel de empleo. Tanto la inflación como la deflación pueden resultar muy costosas para la sociedad, tanto desde el punto de vista económico como social (véase el apartado 3.3). Sin perjuicio de este objetivo, el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad Europea. Además, el Eurosistema actúa con arreglo al principio de una economía de mercado abierta, de conformidad con lo previsto en el Tratado constitutivo la Comunidad Europea.

El BCE ha definido la estabilidad de precios en términos cuantitativos

Aunque el Tratado establece claramente que el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo primordial del BCE, no contiene una definición precisa de este concepto. Al objeto de describir este objetivo de forma más precisa, el Consejo de Gobierno del BCE hizo pública esta definición cuantitativa en 1998: *«La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2 % para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo»*. En el 2003, el Consejo de Gobierno añadió que, en el contexto de esta definición, el BCE dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque *«próximo al 2 % a medio plazo»*.

Esta definición sirve de ancla para las expectativas de inflación al tiempo que constituye una base sólida para la transparencia y la rendición de cuentas del BCE

El Consejo de Gobierno decidió hacer pública una definición cuantitativa de la estabilidad de precios por diversas razones. En primer lugar, puesto que clarifica la forma en la que el Consejo de Gobierno interpreta la tarea que le fue asignada por el Tratado, la definición facilita el entendimiento por parte del público del marco de política monetaria (es decir, hace la política monetaria más transparente). En segundo lugar, la definición de estabilidad de precios constituye un punto de referencia con respecto al cual el público puede exigir cuentas al BCE. En caso de que se produzcan desviaciones del nivel de precios respecto a la definición de estabilidad de precios, el BCE se verá obligado a ofrecer una explicación de tal desviación y sobre la forma en la que se propone recuperar la estabilidad de precios en un período de tiempo aceptable. Por último, la definición sirve de criterio de guía para que el público pueda formarse sus propias expectativas referidas al comportamiento futuro de los precios (véase recuadro 3.2).

Características de la definición: referencia al conjunto de la zona del euro

La definición de estabilidad de precios tiene diversas características importantes. En primer lugar, el mandato del BCE se refiere al conjunto de la zona del euro. En consecuencia, las decisiones relativas a la política monetaria única están encaminadas a lograr la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. Este enfoque dirigido a la totalidad de la

zona del euro es una consecuencia natural del hecho de que, en el seno de una unión monetaria, la política monetaria sólo tiene capacidad para influenciar el nivel *medio* del tipo de interés del mercado monetario de la zona, es decir, no puede fijar un tipo de interés diferente en cada una de las distintas regiones de la zona del euro.

El IAPC

La definición hace también referencia a un índice de precios específico, el IAPC de la zona del euro, que es el empleado para evaluar si existe una situación de estabilidad de precios. La utilización de un índice de precios amplio garantiza la transparencia del compromiso del BCE con una protección plena y efectiva contra posibles pérdidas del poder adquisitivo del dinero (véase apartado 3.2).

El IAPC, que publica EUROSTAT, la Oficina Estadística de la Unión Europea, es el principal criterio de medición de la evolución de los precios en la zona del euro. Este índice se ha armonizado en los distintos países de la zona del euro a fin de evaluar la evolución de los precios sobre una base comparable. El IAPC es el índice que permite una aproximación más exacta a las variaciones que, a lo largo del tiempo, experimenta el precio de una cesta representativa de los gastos de los consumidores en la zona del euro (véase recuadro 5.3).

Recuadro 5.3 Elaboración y características del IAPC

La labor conceptual para la compilación del IAPC de la zona del euro está siendo realizada por la Comisión Europea (Eurostat) en estrecha cooperación con los institutos de estadística nacionales. Como principales usuarios, el BCE y su predecesor, el IME han participado activamente en estos trabajos. Eurostat ha publicado datos del IAPC a partir de enero de 1995.

De acuerdo con las ponderaciones del gasto de consumo correspondiente al 2004, los bienes de consumo representan el 58,7% y los servicios el 41,3% del IAPC (véase el cuadro que figura a continuación). El desglose del IAPC en sus principales componentes permite ver más fácilmente los factores económicos que influyen sobre la evolución de los precios de consumo. Por ejemplo, las modificaciones de los precios energéticos están estrechamente relacionadas con los cambios de los precios del petróleo. Los precios de los alimentos se clasifican entre alimentos elaborados y no elaborados, porque los precios de estos últimos están más influenciados por factores como las condiciones meteorológicas y patrones estacionales, mientras que los alimentos elaborados están menos sujetos a la incidencia de estos factores. Los precios de los servicios están subdivididos en cinco componentes que, en función de las condiciones del mercado, suelen mostrar una evolución propia diferente de la de los otros componentes.

Como resultado de la armonización y de la introducción de frecuentes mejoras en materia estadística destinadas a optimizar sus propiedades en cuanto a exactitud, fiabilidad y puntualidad, el IAPC constituye un índice de precios de elevada calidad conforme a los estándares internacionales y un indicador que ofrece una amplia comparabilidad entre los distintos países. No obstante, aún se están llevando a cabo mejoras referidas a varios ámbitos.

Cuadro: Ponderación de los principales componentes del IAPC de la zona del euro correspondiente al 2004

Índice general	100,0
Precios de los bienes	58,7*
Alimentos no elaborados	7,7
Alimentos elaborados	11,8
Bienes industriales no energéticos	31,0
Energía	8,1
Servicios 41,3	
Servicios de vivienda	10,4
Transporte	6,4
Comunicaciones	2,9
Servicios recreativos y personales	15,0
Varios	6,6

*Debido al redondeo, los totales pueden no coincidir

Fuente: Eurostat

Razones para mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo al 2 %

Al referirse a «un incremento del IAPC inferior al 2 %», la definición expresa claramente que, tanto un nivel de inflación por encima del 2 %, como la deflación (es decir, un descenso del nivel de los precios), son incoherentes con la estabilidad de precios. A este respecto, la indicación explícita del objetivo del BCE de mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % indica su compromiso de ofrecer un margen adecuado a fin de impedir los riesgos de deflación (véase el apartado 3.1 y el recuadro que figura a continuación).

Recuadro 5.4 Un margen de seguridad contra la deflación

La referencia a un «incremento del IAPC inferior, aunque próximo, al 2 %» constituye un margen de seguridad contra la deflación.

Aunque la deflación representa para la economía costes similares a los de la inflación, evitar la deflación reviste particular importancia porque, una vez que se presenta, existe la posibilidad de que arraigue como resultado del hecho de que los tipos de interés nominales no pueden descender por debajo de cero, puesto que normalmente nadie estaría dispuesto a prestar dinero si espera que, después de un

período de tiempo, se le devuelva una cantidad menor de la que prestó. Por tanto, en una situación de deflación, la política monetaria podría no tener la capacidad suficiente para estimular la demanda agregada recurriendo a la modificación de los tipos de interés. Los intentos de bajar los tipos de interés por debajo de cero fracasarían, puesto que los ciudadanos preferirían tener dinero en efectivo en lugar de prestarlo o de depositarlo a tipos negativos. Aunque, incluso cuando los tipos de interés estuvieran en un nivel cero, sería posible llevar a cabo alguna de las funciones de la política monetaria, la eficacia de estas medidas alternativas resulta incierta. Así pues, a los efectos de la política monetaria, es preferible contar con un margen de seguridad contra la deflación.

El objetivo de «un incremento del IAPC inferior, aunque próximo, al 2%» toma también en consideración la posible existencia de un sesgo de medición en el IAPC y la posible incidencia de los diferenciales de inflación en la zona del euro.

La orientación a medio plazo

Por último, un aspecto clave de la política monetaria del BCE es que está orientada al logro de la estabilidad de precios «a medio plazo». Como ya se ha señalado, esto refleja el consenso de que la política monetaria no puede y, por tanto, no debe, intentar ajustar la evolución de los precios a plazos cortos de semanas o de meses (véase el apartado 4.4). Las modificaciones de la política monetaria influyen sobre los precios después de transcurrido un período de tiempo y la magnitud de sus efectos resulta incierta. Así pues, dado que la política monetaria no puede contrarrestar todas las alteraciones imprevistas del nivel de precios, es inevitable que la inflación presente cierto grado de volatilidad.

Recuadro 5.5 La orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE

Toda economía está constantemente sujeta a perturbaciones, en gran medida imprevisibles, que afectan a la evolución de los precios. Al mismo tiempo, la influencia de la política monetaria sobre los precios se produce siempre con retrasos significativos y variables y, como la mayoría de las relaciones económicas, resulta además muy incierta. Teniendo esto en cuenta, sería imposible que los bancos centrales pudieran mantener en todo momento la inflación en un nivel específico o incluso que pudieran reconducirla al nivel deseado en un período muy corto. En consecuencia, la política monetaria ha de actuar mirando al futuro y sólo tiene capacidad para mantener la estabilidad de precios a lo largo de períodos más largos. Este es el razonamiento en el que se fundamenta la orientación a medio plazo del BCE.

El concepto «medio plazo» integra deliberadamente cierto grado de flexibilidad en lo que se refiere a un plazo temporal exacto. Esto es consecuencia del hecho



El comportamiento de los precios se ve influido en gran medida por la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores.

de que, a los efectos del ejercicio de la política monetaria, no resulta aconsejable especificar de antemano un horizonte temporal preciso, puesto que el mecanismo de transmisión se extiende a través de un período incierto y variable. Una respuesta excesivamente contundente de la política monetaria dirigida a restaurar la estabilidad de precios en un período muy reducido podría, en estas circunstancias, acarrear el riesgo de generar costes significativos en términos de volatilidad del producto y del empleo lo que, a largo plazo, podría repercutir también sobre la evolución de los precios. En estos casos, existe un amplio consenso en cuanto a que una respuesta gradual de la política monetaria resulta adecuada para evitar introducir de forma innecesaria un alto grado de volatilidad en la actividad real y para mantener la estabilidad de precios a largo plazo. Por tanto, la orientación a medio plazo permite al BCE la flexibilidad necesaria para responder adecuadamente a perturbaciones económicas de distinta naturaleza que pudieran presentarse. Al mismo tiempo, debe aclararse que, desde una perspectiva *ex post*, el BCE es responsable únicamente de la tendencia de la inflación.

Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE

El marco fundamentado en dos pilares constituye un instrumento para organizar información...

El enfoque adoptado por el BCE para la organización, valoración y contraste de la información relevante para la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios se articula sobre dos perspectivas analíticas, denominadas los «dos pilares».

...articulado sobre dos perspectivas analíticas...

En el marco de su estrategia de política monetaria, el BCE basa sus decisiones en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, que se organiza sobre la base de dos perspectivas complementarias para la determinación de la evolución de los precios. La primera, denominada «análisis económico», está dirigida a evaluar los factores que determinan la evolución de los precios entre el corto y el medio plazo; se centra en la actividad real y en las condiciones financieras y tiene en cuenta el hecho de que, en estos horizontes temporales, la evolución de los precios se ve fuertemente influenciada por la interrelación entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores productivos (véase apartado 4.4). La segunda de estas perspectivas, denominada «análisis monetario», se centra en un horizonte temporal a largo plazo y estudia la relación a largo plazo entre el dinero y los precios (véase el apartado 4.5). El análisis monetario consiste principalmente en un instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, los indicios de corto a medio plazo procedentes del análisis económico.

...para garantizar que se utiliza toda la información disponible

La estrategia basada en dos pilares está formulada al objeto de garantizar que, en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios, toda la información sea tenida en cuenta, que se preste la debida atención a diferentes perspectivas analíticas con el fin de efectuar una evaluación conjunta de los riesgos para la estabilidad de precios contrastando la información obtenida. Constituye un medio para transmitir al público la idea de diversificación del análisis y de garantizar la solidez de la adopción de decisiones sobre la base de distintas perspectivas analíticas.

Análisis económico

Análisis de los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios...

El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios. Las variables económicas y financieras que constituyen el objeto de este análisis incluyen, por ejemplo, la evolución del producto total, la demanda agregada y sus componentes, la política fiscal, las condiciones de los mercados de trabajo y de capital, una amplia gama de indicadores de precios y de costes, la evolución del tipo de cambio, la economía global y la balanza de pagos, los mercados financieros y las posiciones de balance de los sectores de la zona del euro.

Todos estos factores se utilizan para la determinación de la dinámica de la actividad real y la posible evolución de los precios desde la perspectiva de interrelación entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores productivos en horizontes a corto plazo (véase apartado 4.4).

Recuadro 5.6 Indicadores económicos y financieros reales

En el contexto del análisis económico, el BCE se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios.

En relación con el análisis de los indicadores de la economía real, el BCE revisa periódicamente la evolución general de la producción, de la demanda y de la situación del mercado de trabajo, de una amplia gama de indicadores de precios y costes, de la política presupuestaria y de la balanza de pagos de la zona del euro. Por ejemplo, conjuntamente con el IAPC y sus componentes, en términos de evolución de los precios y costes, la evolución de los precios en el sector industrial, medida por los precios industriales, puede constituir un indicador valioso de las probables variaciones de los precios de consumo, ya que las variaciones de los costes de producción repercuten sobre dichos precios.

Los costes laborales, que son un componente importante de los costes globales de producción, pueden tener un impacto significativo en la formación de los precios. Además, las estadísticas de costes laborales proporcionan información sobre la competitividad económica de la zona del euro.

En segundo lugar, los indicadores de *producción y demanda* (cuentas nacionales, estadísticas coyunturales sobre actividad en la industria y los servicios, pedidos y encuestas cualitativas) suministran información sobre la situación cíclica de la economía, un elemento sustancial en el análisis de las perspectivas de evolución de los precios. Por otra parte, la información sobre el *mercado de trabajo* (empleo, paro, ofertas de empleo y participación en el mercado de trabajo) es de gran importancia para el seguimiento de la situación coyuntural y para la evaluación de los cambios estructurales en el funcionamiento de la economía de la zona del euro. Asimismo, el *sector público* contribuye de forma significativa a la actividad económica, por lo que la información sobre sus cuentas financieras y no financieras es fundamental.

En tercer lugar, las *estadísticas de balanza de pagos*, junto con las estadísticas de comercio exterior, facilitan información sobre la evolución de las exportaciones e importaciones, que pueden afectar a las presiones inflacionistas, al influir en las condiciones de la demanda. Estos datos permiten también seguir de cerca los precios del comercio exterior, actualmente sustituidos por los índices de valor unitario de exportaciones e importaciones. Estos índices ayudan a evaluar, en especial, el posible impacto de las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas, tales como el petróleo, en los precios de importación. En resumen, estos indicadores contribuyen a evaluar los cambios de la demanda agregada, de la oferta agregada y del grado de la capacidad productiva.

La evolución de los indicadores de los mercados financieros y de los precios de los activos también es objeto de un atento seguimiento, ya que la evolución de los precios de los activos puede incidir sobre el comportamiento de los precios a través de la renta y del efecto riqueza. Por ejemplo, si los precios de las cotizaciones bursátiles suben, se incrementa la riqueza de los hogares que tienen acciones y pueden decidir consumir más. Esto incrementará la demanda de consumo y podría intensificar las presiones inflacionistas internas. Por el contrario, si los precios de las cotizaciones bursátiles descienden, los hogares podrían consumir menos. Otro canal a través del cual los precios de los activos pueden repercutir sobre la demanda agregada es el valor de los activos de garantía que permiten a los prestatarios obtener más préstamos y reducir las primas de riesgo requeridas por los prestamistas o entidades de crédito. Con frecuencia, las decisiones referidas a la concesión de préstamos están influenciadas, en gran medida, por el valor de las garantías. Si dicho valor desciende, los préstamos se encarecen y aumenta la dificultad para obtenerlos, lo que traerá como resultado que el gasto y, por consiguiente, la demanda se reduzcan.

Los precios de los activos y los rendimientos financieros pueden también analizarse para obtener información sobre las expectativas de los mercados financieros, comprendidas aquéllas relacionadas con la evolución futura de los precios. Por ejemplo, cuando los participantes en el mercado financiero compran o venden bonos están revelando implícitamente sus expectativas referidas a la evolución futura de los tipos de interés reales y a la inflación (véase el recuadro 3.2). Empleando distintas técnicas, el BCE analiza los precios financieros para conocer las expectativas

implícitas de los mercados sobre la evolución futura. Los mercados de activos y, por extensión, los precios de los activos tienen en cuenta, por su propia naturaleza, la evolución futura. Las variaciones de los precios de los activos reflejan en gran medida la información más reciente relacionada con la presencia de factores inesperados para los mercados financieros. En este sentido, el seguimiento de los precios de los activos puede servir de guía para identificar las perturbaciones que afectan en cada momento a la economía, en concreto, las que afectan a las expectativas sobre la actividad económica futura. Mediante el análisis de los mercados financieros también puede evaluarse información estadística sobre los precios de los activos financieros procedente de diversas fuentes. Por otra parte, el BCE recopila por sí mismo información estadística.

Además, también se valoran con cautela las variaciones del tipo de cambio, debido a sus implicaciones sobre la estabilidad de precios, ya que las fluctuaciones del tipo de cambio influyen directamente sobre el comportamiento de los precios mediante su repercusión en los precios de las importaciones. Aunque la economía de la zona del euro es relativamente cerrada en comparación con la de los países que la forman, los precios de las importaciones afectan a los precios de los bienes de consumo industriales nacionales. Las alteraciones de los tipos de cambio también pueden modificar el nivel de competitividad de los precios de los bienes nacionales en los mercados internacionales, influenciando las condiciones de la demanda y, posiblemente, las perspectivas de la evolución de los precios.

...contribuye a identificar la naturaleza de las perturbaciones...

En el marco de este análisis, se presta la debida atención a la necesidad de identificar el origen y la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación a la economía. Por ejemplo, la respuesta adecuada de la política monetaria a los efectos inflacionistas derivados de una subida de los precios internacionales del petróleo podría ser distinta a la que sería idónea para responder a un aumento de la inflación causado por las consecuencias de los costes laborales resultantes de una subida de los salarios superior al crecimiento de la productividad. En el primero de los casos, el resultado más probable es una subida transitoria de la inflación que puede corregirse con rapidez. Siendo así, si esta perturbación no se traduce en expectativas de inflación más elevadas, representa un riesgo poco significativo para la estabilidad de precios a medio plazo. En el caso de subidas salariales excesivas, podría generarse una espiral que se alimente a sí misma de alzas de costes, precios más altos y demandas de subidas salariales. Para impedir la formación de estas espirales, la mejor respuesta puede consistir en una actuación decidida de la política monetaria dirigida a confirmar el compromiso del banco central con el mantenimiento de la estabilidad de precios, que contribuya a estabilizar las expectativas de inflación.

A fin de adoptar decisiones que resulten adecuadas, el Consejo de Gobierno ha de contar con una visión completa de la situación económica actual y conocer la naturaleza y magnitud específicas de cualquier perturbación que suponga un riesgo para la estabilidad de precios.

... e incluye las proyecciones macroeconómicas

En el contexto del análisis económico, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema desempeñan un papel de primer orden. Estas proyecciones, elaboradas por los expertos del Eurosistema, aportan un instrumento para estructurar y sintetizar una gran proporción de datos económicos y garantizar la coherencia entre las distintas fuentes de evidencia económica. A este respecto, cumplen una función importante precisando la valoración de las perspectivas económicas y las fluctuaciones de corto a medio plazo de la inflación respecto de su tendencia.

Recuadro 5.7 Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

El término «proyección» se utiliza a fin de enfatizar el hecho de que las proyecciones publicadas son el resultado de un escenario fundamentado en un conjunto de supuestos técnicos, entre ellos, el de invariabilidad de los tipos de interés a corto plazo. Estos son los presupuestos que muchos bancos centrales emplean en la elaboración de sus previsiones a fin de facilitar la mejor información posible a los responsables de la política monetaria sobre lo que podría ocurrir si los tipos de interés oficiales fijados en el marco de la política monetaria permaneciesen sin variación. Teniendo esto en cuenta, resulta claro que la proyección no será, por lo general, el mejor instrumento para predecir la evolución futura, particularmente en horizontes temporales más largos. De hecho, representa un escenario con escasas probabilidades de materializarse en la práctica, puesto que la política monetaria siempre tendrá que responder a diversos factores que representan riesgos para la estabilidad de precios. Por tanto, no debería considerarse, en ninguna circunstancia, que las proyecciones macroeconómicas sobre la inflación ponen en cuestión el compromiso del Consejo de Gobierno con el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo. Los participantes en el proceso de fijación de precios y salarios, (es decir, el gobierno, las empresas y los hogares) deberían contemplar la definición cuantitativa de estabilidad de precios y, especialmente, el objetivo de mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% como el mejor instrumento de previsión de la evolución de los precios a medio y a largo plazo.

Aunque las proyecciones macroeconómicas desempeñan un papel fundamental, presentan varias limitaciones. En primer lugar, la proyección final depende en gran medida del marco conceptual y técnico empleado para su elaboración. Este marco es, por su propia naturaleza, una simplificación de la realidad y podría, en ocasiones, no tomar en cuenta cuestiones esenciales que son importantes para la política monetaria. En segundo lugar, las proyecciones económicas pueden ofrecer tan sólo una descripción sumaria de la economía y, en consecuencia, podrían no incorporar toda la información relevante. En concreto, algunos datos importantes, como los contenidos en los agregados monetarios, no se integran con facilidad en el marco utilizado para la elaboración de las proyecciones, o bien puede ocurrir que la información haya variado una vez finalizadas las proyecciones. En tercer lugar,

resulta inevitable que las opiniones de los expertos queden incorporadas en las proyecciones, y pueden existir buenas razones para no compartir determinados puntos de vista. Por último, las proyecciones siempre se basan en supuestos técnicos —como los referidos a los precios del petróleo o a los tipos de cambio— que pueden variar rápidamente, y hacer que las proyecciones resulten desfasadas.

Por estos motivos, las proyecciones de los expertos del Eurosistema desempeñan un papel importante, aunque no exclusivo, en la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno las evalúa junto con otras muchas fuentes de información y realiza una valoración sistemática en el contexto de la estrategia de dos pilares. Entre estas fuentes cabe citar el análisis monetario y de los precios financieros, los indicadores individuales y las previsiones de otras instituciones. El Consejo de Gobierno no asume responsabilidad por los resultados de las proyecciones, como tampoco las utiliza como instrumento único para la organización y la comunicación de su evaluación.

Análisis monetario

El dinero constituye un ancla nominal

El BCE ha individualizado el dinero de entre el conjunto de los indicadores clave seleccionados para su análisis detallado. Esta decisión se adoptó como resultado del reconocimiento de que el crecimiento monetario y la inflación presentan una íntima relación en los horizontes de medio a largo plazo (véase apartado 4.5). Esta relación, ampliamente aceptada, proporciona a la política monetaria un ancla nominal sólida y fiable, más allá de los horizontes convencionalmente adoptados en la elaboración de las previsiones de inflación. Así pues, la asignación de un papel destacado al dinero en el marco de la estrategia fue también un modo de definir su orientación a medio plazo. De hecho, la adopción de decisiones de política monetaria y la valoración de sus consecuencias basándose, tanto en indicadores a corto plazo procedentes del análisis económico y de las condiciones financieras, como en consideraciones monetarias y de liquidez, permite al banco central ver más allá del impacto transitorio de las distintas perturbaciones y no verse tentado a adoptar una postura más activista.

Recuadro 5.8 Agregados monetarios

Puesto que muchos activos financieros son sustituibles y que la naturaleza y las características de los activos financieros, de las operaciones y de los medios de pago cambian a lo largo del tiempo, no siempre resulta claro cómo habría que definir el dinero ni qué activos financieros deben incluirse en una determinada definición de dinero. Los bancos centrales suelen definir y analizar varios agregados monetarios.

Los agregados monetarios de la zona del euro utilizados por el BCE se basan en una definición armonizada no sólo de los sectores emisor y tenedor de dinero,

sino también de los pasivos de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM). El sector emisor de dinero comprende las IFM residentes en la zona del euro. El sector tenedor de dinero incluye todos los agentes que no son IFM y que residen en la zona del euro, excluida la Administración Central.

Basándose en consideraciones conceptuales y en estudios empíricos, y de acuerdo con la práctica internacional, el Eurosistema ha definido un agregado estrecho (M1), un agregado «intermedio» (M2) y un agregado amplio (M3). Estos agregados difieren respecto al grado de liquidez de los activos que incluyen.

M1 comprende el efectivo, es decir, los billetes y monedas, así como los saldos que pueden convertirse inmediatamente en dinero o que pueden utilizarse para pagos que no se hacen en efectivo, como los depósitos a la vista.

M2 incluye M1 y, además, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses. Ambos depósitos pueden convertirse en componentes del agregado estrecho, aunque con algunas restricciones, como la necesidad de notificación previa, penalizaciones y comisiones.

M3 comprende M2 y valores negociables emitidos por el sector de las IFM residentes, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones con vencimiento de hasta dos años. Debido a su alto grado de liquidez y certidumbre en cuanto a sus precios, estos instrumentos son sustitutos próximos de los depósitos. Como resultado de la inclusión de estos instrumentos en M3, el agregado monetario amplio se ve menos afectado por la sustitución entre las distintas categorías de activos líquidos que las definiciones más estrechas del dinero, y es más estable.

Los activos líquidos denominados en divisas en poder de los residentes en la zona del euro pueden ser sustitutos próximos de los activos denominados en euros. Por consiguiente, los agregados monetarios incluyen dichos activos, siempre que estos se mantengan en IFM radicadas en la zona del euro.

El valor de referencia para el crecimiento monetario

A fin de poner de relieve su compromiso con el análisis monetario y de ofrecer un criterio de valoración de la evolución monetaria, el BCE anunció un criterio de referencia para el agregado monetario amplio M3 (véase recuadro 5.9).

Este valor de referencia (que fue fijado en el 4,5% en 1998) se refiere a la tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. El valor de referencia es un referente para el análisis de la información contenida en la evolución monetaria de la zona del euro. Sin embargo, en razón del carácter de medio a largo plazo de la perspectiva monetaria, no existe vínculo directo entre la evolución monetaria a corto plazo y las decisiones de política monetaria. En consecuencia, la política monetaria no reacciona de forma automática a las desviaciones del crecimiento de M3 respecto de su valor de referencia.

Recuadro 5.9 El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario

La asignación de un papel destacado al dinero quedó de manifiesto en el anuncio de fijar un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio M3. La elección de M3 se fundamenta en el resultado de varios estudios que han constatado que este agregado presenta todas las propiedades deseadas, es decir, una relación estable de la demanda de dinero y un indicador adelantado de la evolución futura de los precios en la zona del euro. El valor de referencia para el crecimiento de M3 ha sido calculado para garantizar que el valor de referencia fuera coherente con el objetivo de estabilidad de precios. Las desviaciones sustanciales o prolongadas del crecimiento monetario respecto del valor de referencia indicarían, en circunstancias normales, un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo.

El valor de referencia se estableció sobre la base de la conocida relación entre el crecimiento monetario (Δm), la inflación (Δp), el crecimiento real del PIB (Δy_r) y los cambios en la velocidad de circulación (Δv). De acuerdo con esta identidad, que se conoce comúnmente como «ecuación cuantitativa», la variación de la cantidad de dinero de una economía es igual a la variación de las transacciones nominales (que equivale, aproximadamente, a la suma de las variaciones del PIB y de la inflación) menos la variación de la velocidad (véase el recuadro 4.3).

La última variable puede definirse como la velocidad con la que el dinero cambia de manos y, por lo tanto, determina la cantidad de dinero que se necesita para realizar un nivel concreto de transacciones nominales.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Este valor tiene en cuenta la definición de estabilidad de precios como un aumento del IAPC de la zona del euro inferior al 2% anual. El valor de referencia se estableció, asimismo, sobre la base de supuestos a medio plazo para el crecimiento potencial del PIB y la velocidad de circulación tendencial de M3. En 1998, se adoptó un supuesto del 2%–2,5% anual para el crecimiento tendencial del PIB real a medio plazo en la zona del euro, en línea con las estimaciones disponibles de los organismos internacionales y del BCE. Para establecer el supuesto relativo a la velocidad de circulación, se aplicaron diversos métodos, tomando en consideración tendencias simples (invariables) además de información procedente de modelos de demanda de dinero más complejos. En conjunto, los resultados de estos métodos apuntaban a una disminución de la velocidad de circulación de M3 de entre el 0,5% y el 1% anual. Sobre la base de estos supuestos, el Consejo de Gobierno del BCE fijó dicho valor de referencia en el 4,5% en diciembre de 1998 y desde entonces no se ha cambiado. El Consejo de Gobierno evalúa la validez de las condiciones y los supuestos que determinan el valor de referencia y comunica toda variación de los mismos tan pronto como resulte necesario.



El BCE se ha comprometido a llevar a cabo un número de actividades mayor al de las que le impone el Tratado.

Análisis de factores específicos

Una de las razones para ello es que, en ocasiones, la evolución monetaria puede también verse influida por factores «especiales» originados por medidas institucionales como

modificaciones del tratamiento fiscal del interés aplicado a los ingresos por intereses y las plusvalías de capital. Estos factores pueden dar lugar a cambios en la tenencia de dinero, puesto que los hogares y las empresas reaccionarán ante una variación de los incentivos de mantener depósitos bancarios incluidos en la definición del agregado monetario amplio M3 y considerarían otros instrumentos financieros. No obstante, la evolución monetaria debida a estos factores especiales podría dar una indicación poco precisa del comportamiento de los precios a largo plazo. Por tanto, el análisis monetario del BCE intenta concentrarse en las tendencias monetarias subyacentes, integrando una evaluación exhaustiva de estos factores especiales y de otras perturbaciones que influyen sobre la demanda de dinero.

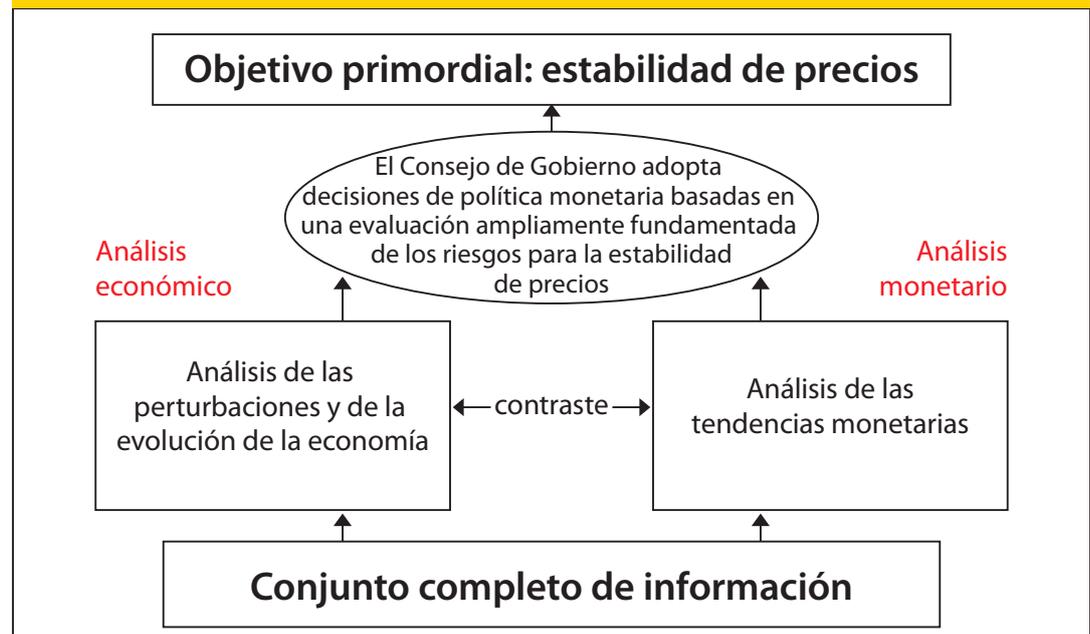
El contraste de la información procedente de los dos pilares

Por lo que se refiere a las decisiones del Consejo de Gobierno relativas a la orientación apropiada de la política monetaria, el enfoque basado en dos pilares ofrece un contraste de la información procedente del análisis económico a más corto plazo con la que resulta del análisis monetario. Como se ha explicado anteriormente, este contraste garantiza que la política monetaria no deja de lado información importante para el análisis de las tendencias futuras de los precios. Se tienen en cuenta todos los aspectos complementarios de las variables que proporcionan información en el contexto de ambos pilares, por ser ésta la mejor vía de asegurar que toda la información relevante para valorar las perspectivas de los precios se utilice de manera consistente y eficaz, y facilite tanto el proceso de adopción de decisiones como su comunicación (véase el gráfico que figura a continuación). Este enfoque reduce el riesgo de incurrir en errores de política monetaria causados por una dependencia excesiva de un solo indicador,



Cuando el BCE varía las condiciones a los bancos, es muy probable que también varíen las condiciones para empresas y consumidores.

Gráfico: La estrategia de política monetaria del BCE orientada a la estabilidad



predicción o modelo. La estrategia del BCE, basada en una perspectiva diversificada en lo que se refiere a la interpretación de la situación económica, está dirigida a permitir la adopción de medidas de política monetaria eficaces y fundadas en un entorno incierto.

Transparencia y rendición de cuentas

Obligaciones de información impuestas por el Tratado

Todo banco central independiente que desee mantener su credibilidad debe explicar abierta y claramente los motivos de su actuación, además de rendir cuentas a las instituciones democráticas. Sin invadir el ámbito de independencia del BCE, el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea le impone una serie precisa de obligaciones de información.

El BCE está obligado a publicar un informe anual sobre sus actividades y sobre la política monetaria del año anterior y del año en curso al Parlamento Europeo, al Consejo de la Unión Europea, a la Comisión Europea y al Consejo Europeo. El Parlamento Europeo tiene la facultad de celebrar un debate general sobre el informe anual del BCE. El presidente del BCE y los demás miembros del Comité Ejecutivo podrán, a petición del Parlamento Europeo o por iniciativa propia, exponer su postura ante las comisiones competentes de dicha institución. Estas comparecencias se celebran generalmente cada trimestre.

Además, el BCE ha de publicar informes sobre las actividades del SEBC con una periodicidad al menos trimestral. Por último, el BCE está obligado a publicar un estado financiero semanal consolidado del Eurosistema, en el que se reflejan las transacciones monetarias y financieras efectuadas por éste durante la semana anterior.

Actividades de comunicación del BCE

En lo que respecta a la comunicación, el BCE se ha comprometido a llevar a cabo un número de actividades mayor al de las que le impone el Tratado. Un ejemplo es la explicación del presidente de los argumentos que fundamentan las decisiones del Consejo de Gobierno en la conferencia de prensa que se celebra tras la primera reunión mensual del Consejo de Gobierno. Además, en el *Boletín Mensual*¹³ del BCE se presenta información más detallada sobre la valoración que hace el Consejo de Gobierno de la situación económica y las perspectivas para la evolución de los precios.

Relación con las instituciones de la UE

A las reuniones del Consejo de Gobierno y del Consejo General podrá asistir un miembro de la Comisión Europea, aunque sin derecho a voto. Por norma general, la representación de la Comisión Europea corre a cargo del comisario encargado de los asuntos de Economía y Hacienda.



Una característica importante del marco operativo es que se aplica a un mercado autorregulado, en el que la presencia del banco central es muy infrecuente.

¹³ Las publicaciones del BCE pueden recibirse sin cargos previa solicitud o pueden consultarse en el sitio web del BCE (www.ecb.int), en el que también se facilitan los enlaces al sitio web de los BCN de la UE.

El BCE mantiene con el Consejo de la Unión Europea una relación fundada en la reciprocidad. Por un lado, el presidente de esta institución comunitaria puede participar en las reuniones del Consejo de Gobierno y del Consejo General del BCE y someter al primero de estos órganos propuestas para debate, pero sin derecho a voto. Por otro lado, se invita al presidente del BCE a asistir a las reuniones del Consejo de la Unión Europea cuando éste delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC. Aparte de las reuniones oficiales e informales del Consejo ECOFIN (en el que se reúnen los ministros de Economía y Hacienda de la Unión Europea), el presidente del BCE también participa en las reuniones del Eurogrupo (compuesto por los ministros de Economía y Hacienda de los países de la zona del euro). El BCE también cuenta con representación en el Comité Económico y Financiero, órgano consultivo de la Comunidad, que se encarga de examinar una amplia gama de cuestiones de política económica europea.

5.4 Resumen del marco operativo del Eurosistema

Marco operativo

Como ya se ha mencionado, el Consejo de Gobierno decide el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE. Para la transmisión de estos tipos a empresas y consumidores el BCE cuenta con la intermediación del sistema bancario. Cuando el BCE varía las condiciones en las que toma y presta dinero a los bancos, es muy probable que también varíen las condiciones que las entidades de crédito fijan para sus clientes, es decir empresas y consumidores. El conjunto de instrumentos y procedimientos que el Eurosistema utiliza para las transacciones que realiza con el sector bancario, mediante los que se inicia el procedimiento por el cual estas condiciones se transmiten a los hogares y las empresas se denomina *marco operativo*.

Principales categorías de instrumentos

En términos generales, el sistema bancario de la zona del euro —en parte debido a la necesidad de billetes en euros, y en parte a que el BCE requiere el mantenimiento de unas reservas mínimas en cuentas de los BCN— necesita liquidez y depende de la financiación del Eurosistema. En este contexto, el Eurosistema actúa como suministrador de liquidez y, a través de su marco operativo, ayuda a las entidades de crédito a obtener la liquidez que necesitan de forma satisfactoria y bien organizada.

El marco operativo del Eurosistema se compone de tres elementos principales. En primer lugar, el BCE interviene sobre la liquidez del mercado monetario e influye sobre los tipos de interés de este mercado facilitando reservas a las entidades de crédito para que puedan obtener la liquidez necesaria mediante las *operaciones de mercado abierto*. En segundo lugar, dos *facilidades permanentes*: se ofrece a las entidades de crédito una facilidad marginal de crédito y una facilidad de depósito para facilitarles préstamos o depósitos a un día en circunstancias excepcionales. Las entidades de crédito pueden recurrir a estas facilidades en el momento y en las circunstancias que lo necesiten, aunque para acceder a la facilidad marginal de crédito el préstamo ha de estar respaldado con activos de garantía admitidos. En tercer lugar, el cumplimiento

de las *reservas mínimas* incrementa las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Además, puesto que se permite que las entidades de crédito cumplan con las exigencias de reservas a lo largo de un período de mantenimiento de un mes, las reservas mínimas contribuyen a atenuar el efecto de las perturbaciones transitorias de liquidez que pudieran producirse en el mercado monetario y a reducir la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo.

Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto —el primer elemento del marco operativo— se ejecutan de forma descentralizada. Aunque el BCE es responsable de la coordinación de las operaciones, los BCN son los que las efectúan. La operación principal de financiación, es decir, la subasta semanal, constituye un elemento esencial de la ejecución de la política monetaria del BCE. Los tipos de interés oficiales fijados para estas operaciones señalan la orientación de la política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE. Las operaciones de financiación a plazo más largo son operaciones de inyección de liquidez, aunque tienen una frecuencia mensual y vencimiento a tres meses. Las operaciones de ajuste se realizan en casos concretos con el objetivo de suavizar los efectos sobre los tipos de interés causados por fluctuaciones inesperadas de la liquidez en el mercado o por circunstancias extraordinarias.

Los criterios de selección de las entidades que pueden participar en las operaciones del Eurosistema son muy amplios. En principio, todas las entidades de crédito situadas en la zona del euro pueden ser entidades de contrapartida del Eurosistema. Toda entidad de crédito que desee actuar como entidad de contrapartida está sujeta al cumplimiento de las exigencias de reservas impuestas por el Eurosistema, ha de ser solvente desde el punto de vista financiero y ajustarse a diversos criterios operativos que le permitan efectuar operaciones con el Eurosistema. Tanto los criterios generales de selección, como el mecanismo de las operaciones descentralizadas, están formulados para garantizar un tratamiento igualitario de todas las entidades de la zona del euro, de forma que puedan participar en las operaciones que el Eurosistema realiza y que contribuyan al fomento de un mercado monetario primario integrado.

Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema se ejecutan como cesiones temporales («repos») o como préstamos garantizados. En ambos casos, los préstamos a corto plazo del Eurosistema están garantizados con una cantidad suficiente de activos. La gama de activos admitidos es muy extensa e incluye títulos de deuda pública y privada, a fin de garantizar que las entidades de contrapartida puedan utilizar una amplia base de activos de garantía admitidos en los distintos países de la zona del euro. Por otra parte, los activos de garantía admitidos pueden utilizarse en operaciones transfronterizas. Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema se llevan a cabo en forma de subastas, al objeto de garantizar la transparencia y la eficacia de la distribución de liquidez en el mercado primario.

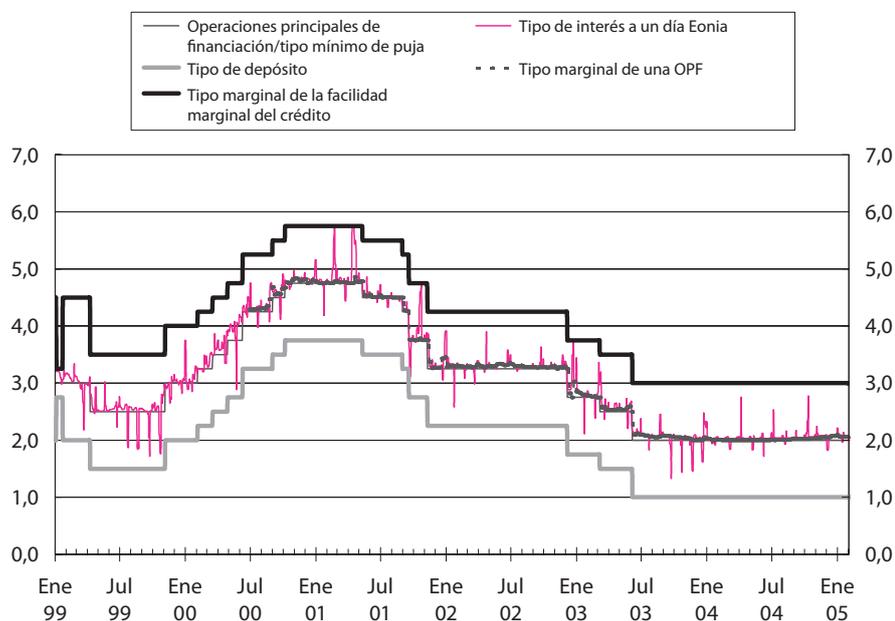
Una característica destacada del marco operativo es que se aplica a un mercado autorregulado, en el que la presencia del banco central es muy infrecuente. Las intervenciones del banco central en el mercado monetario se circunscriben generalmente a las operaciones principales de financiación, que tienen lugar una vez a la semana, y a las operaciones de financiación a plazo más largo, cuyo importe es mucho más reducido y se llevan a cabo una vez al mes. Las operaciones de ajuste han sido muy infrecuentes durante los primeros años de existencia del BCE.

Facilidades permanentes y reservas mínimas

Los dos instrumentos principales que complementan las operaciones de mercado abierto —las facilidades permanentes y las reservas mínimas— se emplean sobre todo para contener la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario.

Los tipos aplicables a las facilidades permanentes son, por lo general, bastante menos atractivos que los tipos del mercado interbancario (+/- un punto porcentual de diferencia respecto al tipo de las operaciones principales de financiación). Esta diferencia incentiva activamente a los bancos a operar en el mercado y recurrir a las facilidades permanentes únicamente cuando el resto de las alternativas de mercado se ha agotado. Puesto que las entidades de crédito tienen acceso en todo momento a las facilidades permanentes, los tipos de interés de las facilidades permanentes proporcionan normalmente, por arbitraje de mercado, un techo y un suelo al tipo de interés de mercado a un día, (el denominado «EONIA»). Ambos tipos determinan, por tanto, la banda en la que el tipo EONIA puede fluctuar. En este contexto, la amplitud de la banda debería fomentar el recurso al mercado, con lo que se genera un dispositivo en el mercado de dinero que reduce la volatilidad de los tipos de interés de mercado a muy corto plazo (véase el gráfico que figura a continuación).

Gráfico: Tipos de interés oficiales del BCE y el EONIA



Fuente: Boletín Mensual del BCE. Última observación: enero del 2005

Las reservas mínimas que las entidades de crédito deben mantener se determinan como una fracción de su base de reservas, un conjunto de pasivos en su balance (depósitos, valores de renta fija y otros instrumentos del mercado monetario y con vencimiento inferior a dos años).

El sistema de reservas mínimas especifica el saldo mínimo de las cuentas corrientes que las entidades de crédito mantienen en sus respectivos bancos centrales nacionales. Las exigencias de reservas mínimas se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de aproximadamente un mes (denominado «período de mantenimiento»). El mecanismo de promedios ofrece a las entidades flexibilidad temporal en la gestión de sus reservas dentro del período de mantenimiento. Los desequilibrios temporales de liquidez no necesitan corregirse de forma inmediata y, en consecuencia, los efectos de la volatilidad del tipo de interés a un día pueden atenuarse. Si, por ejemplo, el tipo de interés a un día es superior al esperado en cualquier otra fecha futura dentro del mismo período de mantenimiento de reservas, los bancos pueden obtener un beneficio previsto prestando en el mercado y retrasando el cumplimiento del mantenimiento de reservas mínimas hasta un momento posterior del mismo período («sustitución intertemporal»). Este ajuste de la demanda diaria de reservas contribuye a la estabilización de los tipos de interés.

Las reservas mínimas se remuneran al tipo marginal medio de las operaciones principales de financiación a lo largo del período de mantenimiento. Este tipo es prácticamente idéntico al tipo medio del mercado interbancario vigente para el mismo plazo. El exceso de reservas, es decir, el mantenimiento de reservas por encima de las exigencias mensuales, no se remunera, lo que incentiva a los bancos a llevar a cabo una gestión eficiente de las reservas en el mercado. Por otra parte, la remuneración de las reservas mínimas exigidas elimina el riesgo de que este requerimiento represente una carga para los bancos o de que dificulte la asignación eficiente de los recursos financieros.

Las reservas mínimas sirven para atenuar los desequilibrios de liquidez imprevistos. Puesto que las fluctuaciones de las reservas en torno al nivel requerido pueden absorber las perturbaciones de liquidez con una incidencia poco significativa sobre los tipos de interés de mercado, se reduce en gran medida la necesidad de intervenciones de carácter extraordinario por parte del banco central en el mercado monetario para estabilizar los tipos de mercado.

Banco Central Europeo (BCE)

Creado el 1 de junio de 1998, con sede en Fráncfort del Meno (Alemania), el BCE constituye el núcleo del Eurosistema.

Base monetaria

En la zona del euro, está formada por el efectivo (billetes y monedas) en circulación, las reservas mantenidas por las entidades de contrapartida y los fondos depositados en el contexto de la facilidad de depósito del Eurosistema. Estas partidas aparecen en la columna del pasivo del balance del Eurosistema. La partida de reservas puede desglosarse en reservas obligatorias y exceso de reservas. De acuerdo con el sistema de reservas mínimas del Eurosistema, las entidades de contrapartida están obligadas a mantener en sus BCN un nivel mínimo de reservas. Además de las reservas obligatorias, las instituciones de crédito suelen mantener voluntariamente un pequeño exceso de reservas con el Eurosistema.

Comité Ejecutivo

Uno de los órganos rectores del BCE, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro.

Consejo General

Uno de los órganos rectores del BCE, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de todos los BCN de la Unión Europea.

Consejo de Gobierno

Máximo órgano decisorio del BCE, compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BCN de los países que han adoptado el euro.

Deflación

Descenso continuado del nivel general de los precios, que se manifiesta, por ejemplo, en una disminución del índice de precios de consumo durante un período prolongado.

Estabilidad de precios

El mantenimiento de la estabilidad de precios constituye el objetivo primordial del Eurosistema. El Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2% y ha precisado que, en el contexto de esta definición, su objetivo es mantener la tasa de inflación interanual en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Estrategia de política monetaria

Enfoque general de la gestión de la política monetaria. Los principales elementos de la estrategia de política monetaria del BCE son la definición cuantitativa del objetivo primordial de estabilidad de precios y un marco analítico basado en dos pilares: el análisis económico y el análisis monetario. Además, la estrategia incluye principios generales para la gestión de la política monetaria, como la orientación a medio plazo. Esta estrategia constituye la base sobre la que el Consejo de Gobierno realiza una valoración general de los riesgos para la estabilidad de precios y adopta sus decisiones de política monetaria y, asimismo, el marco para la explicación al público de estas últimas.

Eurosistema

Comprende el BCE y los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro.



Inflación

Aumento del nivel general de los precios, que se manifiesta, por ejemplo, en un aumento del índice de precios de consumo durante un período prolongado.

Índice de precios de consumo

Indicador que se calcula una vez al mes utilizando la llamada «cesta de la compra». En la zona del euro se utiliza el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), habiéndose realizado previamente una armonización de la metodología estadística empleada en los distintos países.

Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Proceso a través del cual las decisiones de política monetaria se transmiten a la economía en general y al nivel de precios en particular.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)

El SEBC se compone del BCE y de los BCN de todos los Estados miembros de la Unión Europea, independientemente de que hayan adoptado el euro.

Tipo de interés

Rendimiento que se obtiene al prestar dinero (o depositarlo en el banco), o coste que se tiene que pagar cuando se recibe dinero a préstamo, aparte de la suma prestada.

Trueque

Intercambio de bienes y servicios sin emplear dinero como medio de pago. Para que se realice es preciso que exista una necesidad recíproca de los bienes y los servicios con que se comercia.

Zona del euro

Comprende aquellos Estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda única.



Anexo 1

Los consecuencias de la inflación: algunos ejemplos cuantitativos

En la siguiente tabla de inflación se presentan ejemplos cuantitativos acerca de cómo varía a lo largo del tiempo el precio de artículos que, en este momento, cuestan 10 euros.

Para realizar estos cálculos se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Precio transcurridos } n \text{ años} = 10\text{€} \times (1 + \pi)^n$$

π y n representan, respectivamente, una tasa de inflación hipotética (dividida entre cien) y el número de años transcurridos.

En el caso de que, por ejemplo, la tasa de inflación hipotética fuera del 30% y el número de años transcurridos, 10 (véase la última celda de la columna de la derecha de la tabla), el precio se calcula como sigue:

$$\text{Precio transcurridos 10 años} = 10\text{€} \times (1 + 0,30)^{10} = 137,86\text{€}$$

Tabla de inflación

Efecto de la inflación (transcurridos n años) en el precio de dos CD sencillos, que, en este momento, cuestan 10 euros.

Tasa de inflación interanual	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Precios estables		Período inflacionista		
Transcurrido 1 año	10,10	10,20	10,50	11,00	13,00
Transcurridos 2 años	10,20	10,40	11,03	12,10	16,90
Transcurridos 3 años	10,30	10,61	11,58	13,31	21,97
Transcurridos 4 años	10,41	10,82	12,16	14,64	28,56
Transcurridos 5 años	10,51	11,04	12,76	16,11	37,13
Transcurridos 6 años	10,62	11,26	13,40	17,72	48,27
Transcurridos 7 años	10,72	11,49	14,07	19,49	62,75
Transcurridos 8 años	10,83	11,72	14,77	21,44	81,57
Transcurridos 9 años	10,94	11,95	15,51	23,58	106,04
Transcurridos 10 años	11,05	12,19	16,29	25,94	137,86

Efecto de la inflación sobre el poder adquisitivo del dinero (año de referencia = 100, tras n años, a una tasa de inflación determinada, en porcentaje)

Tasa de inflación interanual	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Precios estables		Período inflacionista		
Transcurrido 1 año	99,0	98,0	95,2	90,9	76,9
Transcurridos 2 años	98,0	96,1	90,7	82,6	59,2
Transcurridos 3 años	97,1	94,2	86,4	75,1	45,5
Transcurridos 4 años	96,1	92,4	82,3	68,3	35,0
Transcurridos 5 años	95,1	90,6	78,4	62,1	26,9
Transcurridos 6 años	94,2	88,8	74,6	56,4	20,7
Transcurridos 7 años	93,3	87,1	71,1	51,3	15,9
Transcurridos 8 años	92,3	85,3	67,7	46,7	12,3
Transcurridos 9 años	91,4	83,7	64,5	42,4	9,4
Transcurridos 10 años	90,5	82,0	61,4	38,6	7,3

Ejercicios

Ejercicios correspondientes al capítulo 2

1. ¿Cuáles son las tres funciones fundamentales del dinero?
2. ¿Qué formas de dinero conoces?

Soluciones a los ejercicios del capítulo 2

1. El dinero desempeña tres funciones: medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor.
2. Las formas de dinero más comunes son el dinero mercancía, el dinero metálico, el papel moneda, los depósitos líquidos (pasivos de los bancos), los valores a corto plazo líquidos y el dinero electrónico.

Ejercicios correspondientes al capítulo 3

1. ¿Cómo definirías el término «inflación»? ¿Qué relación existe entre la inflación y el poder adquisitivo del dinero?
2. ¿Qué significa «deflación»?
3. ¿Cómo puede medirse la inflación?
4. Imagina que la cesta de la compra representativa contiene cincuenta bocadillos y dos pares de zapatillas de deporte. En el 2003, el precio de un bocadillo era 1 euro y el de un par de zapatillas de deporte, 80 euros. En el 2004, el precio del bocadillo es 1,20 euros y el del par de zapatillas, 85 euros. ¿En cuánto se ha incrementado el precio de esta cesta de la compra?
5. Ilustra con un ejemplo los problemas relacionados con la medición de la variación general de precios.
6. Enumera algunos de los beneficios del mantenimiento de la estabilidad de precios.

Soluciones a los ejercicios del capítulo 3

1. A grandes rasgos, la inflación se define como un incremento generalizado del precio de los bienes y de los servicios durante un período de tiempo prolongado, que da lugar a una disminución del valor del dinero y, por lo tanto, de su poder adquisitivo.
2. La deflación suele definirse como el caso contrario de la inflación, es decir, una situación en la que el nivel general de precios experimenta una reducción durante un largo período de tiempo.
3. Generalmente, la inflación se mide por la variación del índice de precios de consumo. Para ello, se analizan los hábitos de compra de los consumidores a fin de determinar



Generalmente, la inflación se mide por la variación del índice de precios de consumo.

qué bienes y servicios pueden considerarse, en cierto modo, representativos del consumidor medio de una economía. Elaborada esta «lista de la compra» y ponderados sus artículos en función de su importancia en relación con el gasto de los consumidores, se obtiene lo que se conoce como «cesta de la compra». Cada mes, un equipo de «inspectores de precios» comprueba los precios de estos artículos en diversos puntos de venta. A continuación, se comparan los costes de esta cesta a lo largo del tiempo y se determina una serie que sirve para la elaboración del índice de precios. La tasa de inflación interanual puede entonces calcularse como variación porcentual del coste actual de la cesta de la compra respecto al coste que esa misma cesta tenía el año pasado.

4. En el 2003: $(50 \times 1,00) + (2 \times 80) = 210$ euros. En el 2004: $(50 \times 1,20) + (2 \times 85,00) = 230$ euros. En términos absolutos, el precio de la cesta de la compra se ha incrementado en 20 euros. En términos relativos, ha aumentado en $[(230 - 210)/210] \times 100 = 9,5\%$ aproximadamente.
5. Por ejemplo, en ocasiones, resulta difícil incorporar al IPC las mejoras de la calidad de los productos. Si con el paso del tiempo, tanto la calidad como el precio de un producto aumentan, parte de ese incremento del precio es debido a la mejora de la calidad. Las subidas de precios resultantes de las variaciones de calidad no pueden considerarse factores inflacionistas puesto que no reducen el poder adquisitivo del dinero. Por esta razón, los institutos de estadística intentan tener en cuenta este tipo de variaciones. Por ejemplo, si se calcula que la subida de precios se aproxima al 3%, pero se estima que el aumento de los precios como consecuencia de variaciones de calidad ronda el 2%, esta última cifra se restará del incremento de precios total, obteniéndose un aumento de precios total «corregido» del 1% aproximadamente. Las variaciones de calidad son bastante frecuentes en períodos de tiempo prolongados.
6. La estabilidad de precios favorece niveles de vida más elevados puesto que ayuda a reducir la incertidumbre asociada a la evolución general de los precios. Así pues, aumenta la transparencia de los precios relativos al reducir las primas de riesgo de inflación sobre los tipos de interés, evitar actividades de cobertura innecesarias, incrementar los beneficios de mantener efectivo e impedir una distribución arbitraria de la riqueza y de la renta. En otras palabras, mediante el mantenimiento de la estabilidad de precios los bancos centrales apoyan la consecución de objetivos económicos más amplios.



Las variaciones de calidad son bastante frecuentes en períodos de tiempo prolongados.

Ejercicios correspondientes al capítulo 4

1. ¿Qué significa «proceso de transmisión» en el contexto de la política monetaria?
2. ¿Cómo pueden influir los bancos centrales sobre los tipos de interés?
3. ¿Qué es el tipo de interés real? ¿En qué se diferencian los tipos de interés real *ex ante* de los *ex post*?
4. Supón que un inversor adquiere un bono con un plazo de vencimiento de diez años y un cupón nominal fijo del 4%. Además, dicho inversor espera una inflación media del 1,8% en los próximos diez años. ¿Cuál es el rendimiento real *ex ante* (o esperado) medio de su inversión?
5. ¿Cuál sería el rendimiento real *ex post* si, una vez que el inversor ha comprado el bono, las autoridades decidiesen aplicar una política inflacionista que diese lugar a

un aumento de la media de inflación del 5% durante el plazo de vencimiento del bono?

6. ¿Cuál sería el rendimiento real *ex ante* y *ex post* después de impuestos si los rendimientos nominales estuvieran sujetos a un impuesto sobre la renta del 25%?
7. ¿Cómo afectan las variaciones de los tipos de interés al gasto de las familias y las empresas? ¿Cuánto tiempo pasará hasta que sus efectos sean perceptibles?
8. ¿Cuáles son los factores determinantes de la inflación a corto plazo?
9. ¿Cuáles son los factores determinantes de la inflación a más largo plazo?

Soluciones a los ejercicios del capítulo 4

1. El proceso por el que las medidas adoptadas por el banco central se «transmiten» a toda la economía y, en última instancia, a los precios se conoce comúnmente como «mecanismo de transmisión».
2. En cuanto que única institución autorizada a emitir billetes (y reservas bancarias), es decir, en su calidad de proveedor monopolista de la base monetaria, el banco central puede establecer el tipo de interés nominal de los préstamos a corto plazo que concede a los bancos. El tipo de interés actual y esperado que los bancos tienen que pagar a los bancos centrales influye, a su vez, sobre una amplia gama de tipos de interés bancarios y de mercado.
3. Los economistas denominan tipo de interés *nominal* al tipo de interés que pagan los bancos (o los bonos). El tipo de interés real se define como el incremento del poder adquisitivo derivado del rendimiento total de una inversión, en otras palabras, la diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación.
A este respecto, también es importante distinguir dos clases de tipo de interés real: el tipo de interés real que el prestatario y el prestamista esperan en el momento en el que se concede el préstamo, que se denomina tipo de interés real *ex ante*, y el tipo de interés real que se paga realmente, que se conoce como tipo de interés *ex post*.
4. El rendimiento real *ex ante* (o esperado) medio sería aproximadamente del: $4,0\% - 1,8\% = 2,2\%$ o $((1,04/1,018) - 1) \times 100 = 2,2\%$.
5. De acuerdo con el enunciado, se produciría una variación del rendimiento real *ex post* del $4,0\% - 5,0\% = -1,0\%$ aproximadamente. En otras palabras, el rendimiento *ex post* sería negativo.
6. Un impuesto sobre la renta del 25% daría lugar a una variación del rendimiento real *ex ante* (después de impuestos) del $4,0\% - 1,0\% - 1,8\% = 1,2\%$. En el caso de que se aplicase una política inflacionista, se produciría un cambio del rendimiento real *ex post* (después de impuestos) del $4,0\% - 1,0\% - 5,0\% = -2,0\%$.
7. Desde el punto de vista de las familias, un aumento del tipo de interés real hace más atractivo el ahorro, puesto que el rendimiento de éste, en términos de consumo futuro, es mayor. Así pues, por regla general, subidas de los tipos de interés reales dan lugar a una disminución del consumo corriente y a un aumento del ahorro. Desde la perspectiva de las empresas, un incremento del tipo de interés real, si las demás variables se mantienen constantes, tiene efectos disuasorios sobre la



Por regla general, los tipos de interés reales elevados reducen el consumo corriente y aumentan el ahorro.

inversión, puesto que son menos los proyectos de inversión disponibles que ofrecen un rendimiento suficiente para cubrir el incremento del coste de capital.

Es importante entender que en este proceso se producen desfases temporales. Las empresas necesitan meses para poner en marcha nuevos proyectos de inversión; en el caso de que sea preciso construir nuevas fábricas o encargar equipos especiales se requieren incluso años. La inversión en vivienda también necesita algún tiempo para adaptarse a las variaciones de los tipos de interés. Además, es posible que muchos consumidores no modifiquen sus planes de consumo de forma inmediata. En resumen, si bien un alza de los tipos de interés tenderá a reducir el gasto actual de las empresas y las familias, es necesario que pase algún tiempo para que estos efectos sean perceptibles.

8. Los factores y perturbaciones que pueden afectar, a corto plazo, al nivel de precios son diversos, entre ellos, la evolución de la demanda agregada y sus distintos componentes, incluida la evolución de la política presupuestaria. Otras alteraciones, por ejemplo, en los precios de los consumos intermedios, los costes y la productividad, el tipo de cambio y la economía global también pueden influir sobre los precios. A corto plazo, todos estos factores pueden afectar a la actividad real y a los precios.
9. A largo plazo, sólo una política monetaria expansionista continua explica un alza sostenida del nivel general de precios. Suele recurrirse a la frase «la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario» para apoyar este argumento.

Ejercicios correspondientes al capítulo 5

1. Visita el sitio web del BCE y busca el nombre del presidente del BCE.
2. Visita el sitio web del BCN de tu país y busca el nombre del gobernador.
3. ¿Quiénes son los miembros del Consejo de Gobierno del BCE? ¿Cuáles son sus tareas fundamentales?
4. ¿Quiénes son los miembros del Comité Ejecutivo del BCE? ¿Cuáles son sus tareas fundamentales?
5. ¿Quiénes son los miembros del Consejo General del BCE? ¿Cuáles son sus tareas fundamentales?
6. Resume la definición de estabilidad de precios del BCE.
7. ¿Por qué razones el Consejo de Gobierno decidió anunciar una definición cuantitativa de estabilidad de precios?
8. Describe brevemente las dos perspectivas que utiliza el BCE para evaluar los riesgos para la estabilidad de precios. ¿Cuáles son los horizontes temporales a tener en cuenta?
9. Describe brevemente los principales elementos del marco operativo del Eurosistema. ¿Cuáles son sus características principales?
10. Supón que el BCE anuncia una subasta a tipo fijo y decide adjudicar 100 millones de euros. Durante la subasta, los bancos realizan las pujas que se indican a continuación. ¿Cómo distribuirá el BCE los 100 millones de euros a los bancos?

	Puja	Adjudicación
Banco 1	30	?
Banco 2	30	?
Banco 3	50	?
Banco 4	40	?
Banco 5	50	?
Total	200	100

Soluciones a los ejercicios del capítulo 5

1. Jean-Claude Trichet.
2. La respuesta depende del país.
3. El Consejo de Gobierno es el máximo órgano decisorio del BCE. Está compuesto por los seis miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de la zona del euro (doce, en la actualidad). El presidente del Consejo de Gobierno es el presidente del BCE. Su principal cometido es formular la política monetaria para la zona del euro. Concretamente, tiene la facultad de determinar los tipos de interés que los bancos comerciales han de pagar para poder obtener liquidez (dinero) de sus bancos centrales. Por lo tanto, de manera indirecta, el Consejo de Gobierno influye sobre los tipos de interés de la economía de toda la zona del euro, incluidos los tipos que los bancos comerciales cobran a sus clientes por los préstamos, y los que los ahorradores obtienen por sus depósitos.
4. El Comité Ejecutivo del BCE está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros, todos ellos nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los doce países pertenecientes a la zona del euro. El Comité Ejecutivo es responsable de la aplicación de la política monetaria formulada por el Consejo de Gobierno e imparte a los BCN las instrucciones precisas a este respecto. Asimismo, también convoca las reuniones del Consejo de Gobierno y se encarga de la gestión ordinaria del BCE.
5. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE y está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de los veinticinco Estados miembros de la UE. El Consejo General no es responsable de las decisiones de política monetaria de la zona del euro, pero participa tanto en la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros que todavía no han adoptado el euro, como en los preparativos para una posible ampliación de la zona del euro.
6. Si bien el Tratado asigna al BCE la función primordial de mantener la estabilidad de precios, no aporta una definición precisa de este concepto. A fin de determinar con mayor exactitud este objetivo, el Consejo de Gobierno anunció la siguiente definición cuantitativa en 1998: *«La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo»*. Tras una evaluación exhaustiva de su estrategia de política monetaria en el 2003, el Consejo de Gobierno confirmó esta definición y puntualizó que, de acuerdo con la misma, dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque *«próximo al 2% a medio plazo»*.



El objetivo primordial del BCE es mantener la estabilidad de precios.

7. El Consejo de Gobierno decidió hacer pública una definición cuantitativa de estabilidad de precios por una serie de razones. En primer lugar, puesto que aclara la forma en la que el BCE interpreta la tarea que le fue asignada por el Tratado, la definición facilita el entendimiento del marco de política monetaria (es decir, hace que la política monetaria sea más transparente) y, por lo tanto, establece un factor de orientación que permite al público formarse sus propias expectativas respecto a la evolución de los precios en el futuro. En segundo lugar, la definición de estabilidad de precios constituye un punto de referencia claro y mensurable respecto del cual el público puede exigir cuentas al BCE. Las desviaciones de la evolución de los precios respecto de la definición pueden identificarse y, llegado el caso, podrá solicitarse al BCE que explique tales desviaciones y la forma en que pretende restablecer, en un plazo aceptable, la estabilidad de precios.
8. De acuerdo con la estrategia del BCE, las decisiones de política monetaria encuentran su fundamento en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Este análisis se articula sobre la base de dos perspectivas complementarias para la determinación de la evolución de los precios. La primera tiene por objeto la evaluación de los determinantes a corto y medio plazo de la evolución de los precios, centrándose en la actividad real y en las condiciones financieras de la economía. Toma en consideración el hecho de que la interrelación entre oferta y demanda en los mercados de bienes, servicios y factores afecta significativamente a la evolución de los precios en estos horizontes temporales. El BCE denomina a esta perspectiva «análisis económico». La segunda perspectiva, conocida como «análisis monetario», estudia períodos más largos, basándose en la relación a largo plazo entre el dinero y los precios. El análisis monetario consiste principalmente en un instrumento para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, las indicaciones de corto a medio plazo relevantes para la política monetaria procedentes del análisis económico.
9. Los elementos centrales del marco operativo del Eurosistema son tres. En primer lugar, contempla unas exigencias de reservas, que se calculan mediante un mecanismo de promedios durante un período de aproximadamente un mes denominado período de mantenimiento. De acuerdo con estas exigencias, las entidades de crédito están obligadas a mantener en sus BCN respectivos unas reservas mínimas en cuentas corrientes. Este instrumento tiene dos funciones importantes: crear una demanda adicional para la liquidez del banco central procedente del sector bancario, y actuar como amortiguador frente a las perturbaciones de liquidez de carácter transitorio que se producen en el mercado monetario a fin de reducir la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo. Esto facilita al BCE la aplicación de su política monetaria. En segundo lugar, el Eurosistema puede gestionar las condiciones de reserva del mercado monetario e influir en los tipos de interés de dicho mercado suministrando financiación regular a los bancos mediante operaciones de mercado abierto. Gracias a la financiación regular, los bancos pueden satisfacer sus necesidades de liquidez. Las operaciones principales de financiación semanales, con un plazo de vencimiento de una semana, resultan fundamentales para la aplicación de la política monetaria del BCE. El tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) indica la orientación de la política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE. Las OPF aportan asimismo la mayor parte de la financiación que necesita el sistema bancario. Las operaciones de financiación a plazo más largo son también operaciones de inyección de liquidez, pero se realizan con periodicidad mensual y tienen un plazo de vencimiento de tres meses. Las operaciones de ajuste se realizan en casos concretos con el objetivo de suavizar los efectos sobre los tipos de interés de las fluctuaciones inesperadas del nivel de liquidez o de acontecimientos extraordinarios. En tercer lugar, los bancos pueden recurrir a dos facilidades permanentes, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, para obtener préstamos o realizar

depósitos a un día en sus BCN respectivos en función de sus necesidades de liquidez. Estas facilidades están a disposición de los bancos a petición propia.

10. La adjudicación total es del 50% del total de las pujas. Por consiguiente, cada banco recibe el 50% de su puja.

	Puja	Adjudicación
Banco 1	30	15
Banco 2	30	15
Banco 3	50	25
Banco 4	40	20
Banco 5	50	25
Total	200	100

Ejercicios complementarios

- Supón que un banco central lanza una determinada cantidad de dinero desde un helicóptero (es decir, distribuye dinero entre la población de manera uniforme), incrementando así la cantidad de dinero en circulación de la economía. ¿Cuáles serían las consecuencias a corto plazo? ¿Y a largo plazo?
- Si el índice de precios de consumo aumenta, el poder adquisitivo del dinero:
 - ¿disminuye?
 - ¿no varía?
 - ¿se incrementa?
- Un desplazamiento hacia la izquierda de la oferta agregada puede deberse a:
 - ¿un aumento de los salarios reales (para una productividad determinada)?
 - ¿una disminución de la productividad?
 - ¿un incremento de la oferta de dinero?

Soluciones

- A corto plazo, la población podría percibir un aumento de su riqueza y, por lo tanto, gastar más. En consecuencia, el crecimiento real podría aumentar a corto plazo, aunque volvería a su nivel original pasado algún tiempo. A largo plazo, se produciría un incremento en la misma proporción de los precios.
- Un alza del índice de precios de consumo representa una disminución del poder adquisitivo del dinero.
- Un desplazamiento hacia la izquierda de la oferta agregada puede deberse a un aumento de los salarios reales o a una disminución de la productividad.



Banco Central Europeo (1998), A stability-oriented monetary policy for the ESCB, Nota de Prensa, 13 de octubre, <http://www.ecb.int>.

Banco Central Europeo (1998), The quantitative reference value for monetary growth, Nota de Prensa, 1 de diciembre, <http://www.ecb.int>.

Banco Central Europeo (1999), «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», *Boletín Mensual*, enero.

Banco Central Europeo (1999), «Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema», *Boletín Mensual*, febrero.

Banco Central Europeo (1999), «El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación», *Boletín Mensual*, mayo.

Banco Central Europeo (1999), «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, mayo.

Banco Central Europeo (1999), «El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales», *Boletín Mensual*, julio.

Banco Central Europeo (2000), «La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», *Boletín Mensual*, julio.

Banco Central Europeo (2000), «Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, noviembre.

Banco Central Europeo (2000), «Cuestiones suscitadas por la aparición del dinero electrónico», *Boletín Mensual*, noviembre.

Banco Central Europeo (2000), «El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE», *Boletín Mensual*, febrero.

Banco Central Europeo (2001), «Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre», *Boletín Mensual*, enero.

Banco Central Europeo (2001), «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», *Boletín Mensual*, mayo.

Banco Central Europeo (2001), «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», *Boletín Mensual*, agosto.

Banco Central Europeo (2001), «Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria», *Boletín Mensual*, octubre.

Banco Central Europeo (2001), *La Política Monetaria del BCE*, Banco Central Europeo.

Banco Central Europeo (2001), *Monetary analysis: tools and applications*, <http://www.ecb.int>.



Banco Central Europeo (2002), «Cambios en las estadísticas de los balances y de los tipos de interés de las IFM», *Boletín Mensual*, abril.

Banco Central Europeo (2002), «El diálogo del Eurosistema con los países candidatos a la adhesión a la UE», *Boletín Mensual*, julio.

Banco Central Europeo (2002), «La rendición de cuentas del BCE», *Boletín Mensual*, noviembre.

Banco Central Europeo (2002), «La transparencia en la política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, noviembre.

Banco Central Europeo (2002), List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves as at the end-December 2001, <http://www.ecb.int>.

Banco Central Europeo (2003), Medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria, Nota de Prensa, 23 de enero.

Banco Central Europeo (2003), Background material related to the Governing Council's reflections on the ECB's monetary policy strategy, <http://www.ecb.int>.

Banco Central Europeo (2003), «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», *Boletín Mensual*, junio.

Banco Central Europeo (2003), Medidas para mejorar el sistema de activos de garantía del Eurosistema, Consulta Pública, 11 de junio, <http://www.ecb.int>.

Banco Central Europeo (2003), Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, Nota de Prensa, 30 de septiembre.

Banco Central Europeo (2004), *La política monetaria del BCE*, <http://www.ecb.int>.

Bordo, M.D. y Eichengreen, B. (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, The University of Chicago Press.

Davies, G. (1994), *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, University of Wales Press, Cardiff.

Hauser, A. y Brigden, A. (2002), «Money and credit in an inflation targeting regime», *Bank of England Quarterly Bulletin*, otoño, pp. 299–307.

Instituto Monetario Europeo (1997), *The single monetary policy in Stage Three: specification of the operational framework*, enero, <http://www.ecb.int>.

Instituto Monetario Europeo (1998), *The single monetary policy in Stage Three – general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures*, abril, <http://www.ecb.int>.

Banco Central Europeo (1998), *La política monetaria única en la tercera etapa — Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, septiembre.

Issing, O. (1994), *Geschichte der Nationalökonomie*, Vahlen Verlag.

Issing, O. (2003), *Einführung in die Geldtheorie*, 13. Auflage, Vahlen Verlag.



Issing, O., Gaspar, V., Angeloni, I. y Tristani, O. (2001), *Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank*, Cambridge University Press.

McCandless, G.T. and Weber, W.E. (1995), «Some Monetary Facts», *Federal Reserve of Minneapolis Review*, vol. 19, núm. 3, pp. 2–11.

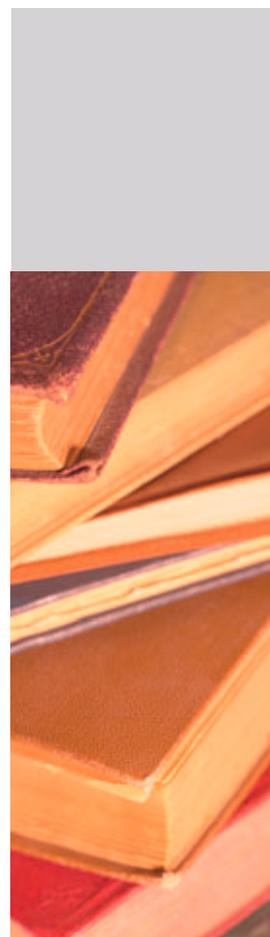
Papademos, L. (2003), The contribution of monetary policy to economic growth, *Discurso pronunciado con ocasión de la 31st Economics Conference*, Viena, 12 de junio de 2003, <http://www.ecb.int>.

Papademos, L. (2004), La formulación de las políticas en la UEM: estrategias, reglas y discrecionalidad, *Discurso pronunciado en el Banco de España*, Madrid, 19 de abril de 2004, <http://www.ecb.int>.

Scheller, H.-P. (2004), *The European Central Bank – History, Role and Functions*.

Trichet, J.-C. (2004), Key issues for monetary policy: an ECB view, *Intervención en the National Association of Business Economics*, Filadelfia, 5 de octubre de 2004, <http://www.ecb.int>.

Trichet, J.-C. (2004), A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth, *Discurso pronunciado con ocasión de UNICE Competitiveness Day*, Bruselas, 9 de diciembre de 2004, <http://www.ecb.int>.



EUROSISTEMA



BANCO CENTRAL EUROPEO



Eurosystem



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

BANCO DE ESPAÑA



EUROSISTÈME



CENTRAL BANK &
FINANCIAL SERVICES
AUTHORITY OF IRELAND

BANCA D'ITALIA



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSISTÈME



OESTERREICHISCHE NATIONALBANK
Stabilität und Sicherheit.



Banco de Portugal
EUROSISTEMA



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSISTEMET

Banco Central Europeo
Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno
Alemania
www.ecb.int

