

---

## **ESTABILIDAD DE PRECIOS. INFLACIÓN CERO Y CRECIMIENTO SOSTENIBLE**

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Julio Segura Sánchez\*

### **Introducción**

El objetivo de mi intervención en esta sesión de la Academia es tratar de explicar y discutir, de una forma resumida pero inteligible, la evolución que ha experimentado tanto el análisis económico como la política económica en el área de la estabilidad de precios. Aunque la posición actualmente dominante se encuentra claramente decantada en favor del objetivo de estabilidad, queda margen para polémicas de notable interés y para numerosos matices. Este margen para la discusión se deriva, en buena medida, del hecho —nada infrecuente en materia económica— de que el triunfo de las posiciones en favor de la estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política económica ha sido tan nítido que ha conducido a defender con bastante éxito práctico posiciones que considero extremas y, por tanto, perjudiciales. Y estas posiciones extremas, en caso de triunfar desde el punto de vista de su plasmación en medidas de política económica, pueden traer consigo costes importantes para el futuro desarrollo de nuestras economías.

Para que no quepan dudas respecto a mi posición inicial, quiero dejar claro desde el principio que no mantengo reserva alguna respecto a que la estabilidad de precios es, y debe ser, un objetivo fundamental de la política económica de los países desarrollados. Y menos aun en una economía como la española, por dos motivos.

---

\* Sesión del día 3 de junio de 1997.

El primero, la larga tradición proinflacionista de nuestro país, que ha utilizado sistemáticamente el recurso a las devaluaciones como forma de recuperar la competitividad perdida en el proceso de generación interna de rentas nominales. Un país con una tendencia muy duradera a indiciar las rentas nominales con el IPC que ha conducido a una posición miope de los agentes económicos según la cual si uno puede reescalar sus ingresos nominales con la tasa de inflación, su poder adquisitivo no se ve erosionado. El error de este argumento es claro: no todos los agentes pueden reescalar simultáneamente sus rentas con el IPC y mantener su ingreso real constante, de forma que esta exigencia termina generando una espiral inflacionista que acaba por erosionar las rentas reales.

En una economía en que los agentes —empresas, familias y gobierno— manifiestan una fuerte tendencia a considerar que la inflación no tiene costes, el objetivo de la estabilidad de precios es crucial.

La segunda razón es que el objetivo casi unánime de entrar a formar parte del primer grupo de países que conformen la tercera fase de la Unión Monetaria Europea (UME), requiere cumplir el criterio de convergencia de inflación acordado en el Tratado de la Unión, y eso exige tasas de inflación establemente situadas por debajo del umbral del 2,5%. Pero, además, si la economía española tiene éxito en superar el examen de convergencia de primavera de 1998, el mantenimiento de la estabilidad será aún más importante si cabe, porque en un área monetaria integrada, las diferenciales de inflación se terminan pagando en términos de producción y empleo en ausencia de posibles devaluaciones. Y esto, a su vez, se ve agravado por el hecho de que una tasa de crecimiento menor limita las posibilidades de consolidación fiscal y, además, se ve amplificado por el hecho de que la UME no dispondrá de un presupuesto centralizado que permita llevar a cabo medidas redistribuidoras que compensen, al menos parcialmente, los efectos del menor nivel de actividad.

Sin embargo, y pese a que por las razones expuestas no albergo duda alguna sobre la necesidad de perseverar en el objetivo de la estabilidad de precios, sí las tengo respecto a ciertas versiones extremas defendidas por algunos Bancos Centrales del mundo y, primordialmente, de la UE.

Desde las crisis de la década de los años 70 existe un grado de acuerdo significativo entre los economistas sobre la imposibilidad de lograr un crecimiento duradero con desequilibrios agregados nominales cuantiosos. Aunque con énfasis relativos distintos, se acepta de forma casi unánime que es preciso mantener dentro de ciertos límites tanto el déficit público (y, por tanto, el stock de

deuda viva de equilibrio de largo plazo), como la tasa de inflación. En particular, en el caso de la inflación, como es bien sabido, la importancia de su control ha conducido incluso a modificaciones institucionales importantes en muchos países industrializados en la línea de dotar de autonomía plena en el diseño e instrumentación de la política monetaria a los Bancos Centrales, definiendo como su objetivo —con frecuencia único— velar por la estabilidad de precios.

El problema que trato de discutir en esta intervención es, precisamente, *qué se entiende por estabilidad de precios* y hasta qué punto una determinada definición muy restrictiva de estabilidad de precios es condición necesaria, y por tanto imprescindible, para lograr una senda de crecimiento real cercana a la potencial y sostenible en el tiempo. Lo que, en el corto y medio plazo, es la única forma posible de generar empleo estable.

---

## LOS ORÍGENES DE LA POLÉMICA

Las economías occidentales desarrolladas presentan un comportamiento muy distinto respecto a la inflación desde finales de la II guerra mundial (IIGM). Distinto entre países, pero también según los períodos de tiempo que se consideren.

Las dos décadas posteriores a la IIGM presentan fuertes ritmos de crecimiento con inflaciones no preocupantes, coincidentes con la consolidación de programas protectores ambiciosos que constituyen el núcleo esencial del Estado del Bienestar. Fue un período de altos crecimientos de la productividad derivados de un fuerte y sostenido ritmo inversor, y de un crecimiento salarial moderado, compensado por políticas redistribuidoras.

La práctica de política económica era de inspiración *keynesiana*, y no por moda errónea como sostienen algunos criptoliberales actuales, y con más fundamento analítico los teóricos de la oferta, sino porque existía una demanda potencial —v.g.: de reconstrucción, de bienes preferentes— muy considerable y los problemas no provenían del lado de la oferta.

Las autoridades económicas —y en particular las monetarias— gozaban de amplios márgenes de *discrecionalidad* en el diseño de sus políticas, y

las mismas eran razonablemente efectivas. Nadie duda hoy, ni dudaba entonces, de que dicha efectividad no era plena —como sucede con cualquier política económica—, y que los canales de transmisión de las medidas eran parcialmente desconocidos —como lo siguen siendo hoy día, medio siglo después—; pero dentro de ciertos límites se podía intercambiar inflación por empleo, y las estimaciones de las curvas de Phillips mostraban inequívocamente una pendiente negativa.

La etapa descrita terminó en forma abrupta con la crisis de 1973, que había venido precedida de desórdenes monetarios internacionales, como la no convertibilidad del dólar en 1971 que había roto una pieza fundamental de la disciplina económica internacional de posguerra. Una crisis en que un shock de oferta de intensidad desconocida —el brutal encarecimiento de un input de uso generalizado y no sustituible como el crudo— hizo tambalearse a las economías avanzadas. Esta crisis dio comienzo a un período —la década de los años 70— de fuertes inflaciones y modesto crecimiento, que produjo cambios significativos en los objetivos y el diseño de la política económica.

Desde el punto de vista analítico, el paradigma keynesiano se vio sustituido por la *hipótesis de las expectativas racionales* (ER), que aunque había sido formulada originalmente en 1962 por Muth, no tomó carta de naturaleza hasta una década más tarde, de mano de los trabajos de Lucas (1972,1974), demostrando cómo a veces los teóricos se plantean problemas relevantes antes de que estos se observen en la realidad. Aunque también que si ello es así, no se les hace caso hasta que los problemas se presentan.

La hipótesis de la ER es algo más compleja y matizada que lo que sus posteriores voceros han señalado. La idea esencial, sencilla como casi todas las ideas fundamentales, es que los agentes —consumidores y empresas— cuando toman sus decisiones tienen en cuenta la información pasada sobre el comportamiento de las autoridades, de forma que endogenizan sus expectativas sobre el comportamiento futuro de las mismas. De esta forma, si el gobierno decide, por ejemplo, inyectar liquidez a una tasa que es anticipada por los agentes, sus efectos reales serán distintos de los inicialmente previstos por las autoridades, porque los agentes adaptarán sus decisiones a esta nueva información. Como colofón se deduce que la única forma de sorprender a los agentes privados es mediante una política económica aleatoria, y por ello no anticipable.

También desde el punto de vista empírico, la hipótesis de las ER supuso un cambio drástico en el tipo de modelos utilizados para prever los efectos y guiar la toma de decisiones en política económica. Los macromodelos multicuacionales de la etapa anterior dejaron de considerarse útiles como instrumen-

tos de política económica, porque sus estimaciones no eran fiables al ser realizadas con una estructura informativa de los agentes exógena y supuesta constante. Expresado en otros términos, los valores numéricos de los parámetros estimados (propensiones, elasticidades, etc.) no eran fiables porque las propias decisiones de política económica alteraban esos valores y, por tanto, no se podía basar en ellos un cálculo solvente de los efectos de las medidas de política monetaria y fiscal.

Obsérvese que la hipótesis de las ER no sostiene que la política monetaria carezca de eficacia o efectos reales: los agentes privados reaccionan ante lo que esperan haga el gobierno, pero ello no implica que con sus decisiones compensen total, ni siquiera parcialmente, los efectos de las decisiones de este. Implica, fundamentalmente, que las autoridades económicas no conocen con precisión ni los canales de transmisión ni los efectos finales de sus políticas.

Esto dio lugar a una etapa en que se fijaron *reglas estrictas*, consideradas óptimas, para el comportamiento de las autoridades. La más conocida y famosa de todas ellas es la regla dorada de la política monetaria: la autoridad debía controlar la liquidez de la economía de forma tal que se expandiera exactamente al ritmo necesario para financiar la tasa de inflación deseada y el ritmo de crecimiento real previsto. No existían posibilidades de intercambiar empleo por inflación a largo plazo; la curva de Phillips era vertical al nivel de paro considerado como la «tasa natural» en terminología acuñada por Friedman en 1968.

Cabría pensar que el diseño de políticas monetarias tan estrictas debería haber conducido a una reducción drástica de las tasas de inflación. Pero, como demuestra la evidencia, esto no fue así. Las altas tasas de inflación de mediados de los años 70 tardaron más de una década en flexionar, y la recuperación del empleo tardó aun más en lograrse. En el caso paradigmático de los EEUU, la flexión de la inflación fue muy acusada a principios de los años 80, pasándose de inflaciones de dos dígitos a tasas en torno al 5%, pero la recuperación del empleo se dilató en casi una década.

Pese a ello, el objetivo de estabilidad de precios se mantuvo, si cabe, con mayor fuerza, como fundamental entre las economías industrializadas y, muy particularmente, se manifestó de dos formas distintas, aunque relacionadas:

(i) El proceso de creación de Bancos Centrales autónomos en materia de diseño e instrumentación de la política monetaria, liderado por Nueva Zelanda, Canadá y, posteriormente, el Bundesbank y otros bancos centrales de la UE.

(ii) El liderazgo del Bundesbank en el proceso de unificación monetaria europea y la creación del Sistema Monetario Europeo (SME).

Es un hecho bien conocido que la sociedad alemana guarda un recuerdo muy doloroso del proceso de hiperinflación asociado al final de la República de Weimar y el consiguiente ascenso del nazismo. El llamado milagro alemán de la II postguerra mundial se realizó en un ambiente relativo de alta estabilidad de precios, y el Bundesbank siempre ha sido, aunque dependiente de la política, muy sensible al tema de la inflación y firme defensor de un marco fuerte, pese a la importancia de las exportaciones en el desarrollo industrial germano.

El Bundesbank, cuya autonomía está reconocía constitucionalmente, y logra que en el Tratado de la Unión firmado en Maastrich en 1992 todos los países de la UE se comprometan a independizar sus bancos centrales de los gobiernos respectivos en materia de política monetaria, definiendo como objetivo prioritario el velar por la estabilidad de los precios. Este proceso había sido iniciado con anterioridad por los Bancos Centrales del Nueva Zelanda y Canadá.

Conviene no obstante señalar dos fenómenos simultáneos respecto al proceso descrito, que plantean ciertas ambigüedades.

El primero es el hecho de que el objetivo prioritario de la política monetaria de estabilidad de precios se define dentro de la UE junto con un sistema cambiario, el SME, que en la práctica trata de ser un sistema de tipos de cambio cuasifijos (recuérdense las bandas de variación máxima permitidas antes de la tormenta monetaria de 1994 que las amplió hasta el 15%, situadas en el 6% y 2,25%).

La combinación de ambos factores (política monetaria restrictiva y tipos de cambio cuasifijos) puede plantear problemas de incompatibilidad, porque la obligación de atender a los compromisos cambiarios del SME puede condicionar la instrumentación de una política monetaria estricta que llegue a crear tensiones apreciadoras no sostenibles o, por el contrario, puede exigir una política monetaria más laxa ante episodios apreciadores, aunque la evolución de los precios no la recomiende.

En último extremo, un sistema de tipos de cambio (cuasi) fijos puede llegar a ser estrictamente incompatible con una política monetaria dirigida al único objetivo de la estabilidad de precios, de forma tal que esta última exige que los ajustes ante situaciones de desequilibrio —sobre todo si son pasajeras— se realicen sobre ambas variables: tipos de cambio y tipo de interés.

El otro aspecto llamativo es que, en ese mundo de estabilidad de precios, desaparecen las reglas doradas de diseño de la política monetaria que fijaban como norma de conducta que la masa monetaria creciera a un ritmo que igualara la suma de la tasa deseada de inflación más la esperada de crecimiento real del producto. ¿A qué se debe este cambio?

Aunque exista un convencimiento teórico y empírico sólido de que la inflación es en el largo plazo un fenómeno *fundamentalmente monetario*, el proceso de innovación financiera y de liberalización de los mercados financieros mundiales de la década de los años 80 ha hecho que tanto la *definición* como la *estabilidad* y el *control* de los agregados monetarios se haya hecho muy compleja. Expresado otros términos, la estrategia de política monetaria en dos etapas—controlar un agregado monetario como variable intermedia que permite a su vez controlar el gasto monetario y, por tanto, la evolución tendencial de la inflación— ha ido haciéndose cada vez más difícil y perdiendo, poco a poco, parte de sus fundamentos teóricos y empíricos.

Respecto a cual es la definición de liquidez relevante a efectos de la política monetaria, la evolución ha ido desde los primeros agregados muy estrictos (base monetaria, oferta monetaria), hacia agregados cada vez más amplios (M2, M3, ALP, ALP2, ALPF etc.). Una sinopsis de esta evolución puede verse en el Cuadro 1.

**Cuadro 1**  
FIJACIÓN Y CAMBIO AGREGADOS MONETARIOS DE CONTROL

<i>Año fijación</i>	<i>País</i>	<i>Agregado</i>	<i>Cambio agregado</i>	<i>Objetivo inflación</i>
1975	RF Alemana	BM	M3	NO
	Canadá	M1	—	1991
	Suiza	M1	OM	NO
1976	U.S.A	M1 y M2	M3	NO
1977	Francia	M2	M3	NO
1978	España	M3	ALP	1994
	Japón	M2 + Cds	—	NO
1979	R. Unido	M3	M4	1992
1984	Italia	M2	—	NO
	N. Zelanda	crawling peg.	—	1990
	Suecia	vínculo ECU	—	1993

Esto ha sido debido a que la innovación financiera ha traído consigo un importante aumento de las clases de activos financieros con elevada liquidez, es decir, que constituyen sustitutos casi perfectos del dinero y que, por tanto, han de ser considerados a efectos de medir adecuadamente la liquidez efectiva de una economía como indicador de la capacidad de gasto potencial de la misma.

Respecto a la estabilidad de la demanda de activos líquidos, que se encuentra en la base de la instrumentación de una política monetaria en dos etapas, los estudios empíricos fueron progresivamente mostrando una mayor volatilidad de la demanda de ALPs a corto plazo. Es cierto que se detectan estabilidades a largo plazo, pero estas se consiguen al precio de introducir muchas variables. Y el coste de introducir muchas variables es que, aunque la demanda de ALPs tenga propiedades teóricas deseables, su control por la autoridad monetaria nacional se hace imposible.

En efecto, en el caso español —véase Vega (1997)—, para lograr una especificación estable de la demanda de liquidez a largo plazo, es preciso introducir tipos de interés extranjeros (norteamericanos y alemanes), y como es obvio, el Banco de España, carece de control alguno sobre estas variables.

Todo esto no hace sino reflejar un hecho bien conocido: que si un país está sometido a un sistema de tipos de cambio fijo, carece de control sobre los tipos de interés relevantes para la demanda de liquidez, y existe alta sustituibilidad entre una amplia gama de activos líquidos derivada de la liberalización de los mercados de capitales, la autoridad monetaria puede controlar la distribución de la liquidez entre residentes y no residentes, pero no su cuantía total.

Ello es lo que ha conducido a que algunos bancos centrales —posiblemente los que mayores éxitos recientes han mostrado en la flexión de la tasa de inflación, como son en el caso de la UE los de Inglaterra y España— hayan sustituido la estrategia de política monetaria en dos etapas por una definición directa de objetivos en términos de tasa de inflación, estrategia formulada por primera vez en España en la definición de objetivos monetarios del Banco de España para 1995, coincidente con el estreno de la Ley de Autonomía de 1994 (véase Cuadro 1 para otros casos y Melcón (1994) para un análisis de los países pioneros).

En consecuencia, frente a la primera etapa de discrecionalidad de las autoridades monetarias, se pasó a una de reglas doradas para acabar, en años recientes, en una situación intermedia que cabría llamar de *discrecionalidad reglada* en que los Bancos Centrales analizan un conjunto muy amplio de indicadores reales y financieros para tratar de discernir las tendencias a medio plazo de la inflación, y en función de las mismas, definir los objetivos e instrumentar su política monetaria.

Ya nos encontramos aquí con un ejemplo de cómo las posiciones extremas no solo son incorrectas, sino que terminan generando más perturbaciones de las que inicialmente tratan de corregir. La regla dorada de la política monetaria defendida por Friedman y otros teóricos y las posiciones que sostenían la absoluta ineficacia de la política monetaria se han mostrado perjudiciales. Con unos mercados financieros y cambiarios muy desarrollados y totalmente integrados, una regla fija resta flexibilidad a las autoridades monetarias y, en la medida en que es perfectamente anticipable, puede conducir a generar altas dosis de inestabilidad en dichos mercados.

Frente a las reglas doradas —que se mostraron de latón con el paso del tiempo— hoy día los Bancos Centrales definen e instrumentan su política monetaria en función de las tendencias mostradas a medio plazo por la inflación, y utilizando un amplio abanico de indicadores entre los que se siguen encontrando los agregados monetarios —porque la inflación a largo plazo es un fenómeno básicamente monetario—, pero acompañados por las curvas de rendimiento, los tipos de cambio, el comportamiento de los precios que subyacen al IPC (v.gr.: precios industriales, percibidos por los agricultores, valores unitarios del comercio exterior, etc.) y una amplia batería de indicadores reales (empleo, producción, ventas al por mayor y menor, etc.).

En resumen, y por razones de muy distinta índole, lo que se ha producido desde las crisis de la década de los años 70 *es una clara tendencia a considerar la estabilidad de precios como un objetivo esencial de la política económica y a encomendar dicha misión a una institución —el Banco Central— con independencia total del gobierno o, cuando menos, con amplios poderes discrecionales en el diseño e instrumentación de la política monetaria.*

De todo lo anterior se deriva que la estabilidad de precios pasa a ser un concepto clave y, por tanto, que su correcta definición y cuantificación se convierte en un tema de gran relevancia tanto analítica como política.

---

## **¿QUÉ ES LA ESTABILIDAD DE PRECIOS?**

La definición de estabilidad de precios aparentemente más estricta y correcta es la que implica *una tasa de inflación cero*, es decir, la constancia del

nivel absoluto de precios. Aunque esto pueda parecer evidente, no lo es, y de hecho un objetivo fundamental de esta intervención es tratar de justificar que la inflación cero es un objetivo perjudicial para la economía y el empleo. Que la afirmación no es evidente se deriva del hecho de que identificar estabilidad de precios con inflación cero implica identificar estabilidad de precios con un nivel absoluto constante de los mismos. Pero esto no tiene por que ser así, ya que la estabilidad puede definirse en términos de tasas de variación y no de niveles. En ese caso, la estabilidad se referiría a una *tasa de inflación positiva de estabilidad* y no a la *constancia del nivel absoluto de los precios*.

El tema voy a discutirlo desde dos puntos de vista. El primero, analítico, en que comentaré los argumentos en favor de la inflación nula, es decir, los argumentos que identifican las ventajas o beneficios para la economía de una inflación nula. El segundo, empírico, en que presentaré un resumen de la evidencia disponible. De esta doble discusión espero poder obtener conclusiones convincentes en contra de la posición que identifica la estabilidad deseable de precios con la inflación cero. El tema no es baladí sobre todo si, como veremos en unos minutos, la inflación cero no es un crecimiento IPC nulo, sino una tasa anual del orden del 1-1,5%.

### **Los beneficios de la inflación cero**

Los defensores de la inflación cero apuntan la existencia de tres tipos de beneficios que se derivan de la misma: menores costes de transacción, imposición menos distorsionadora, y reducción de la incertidumbre. Analicémoslas por separado.

Respecto a los *costes de transacción*, el argumento es sencillo: una tasa de inflación positiva hace que el público tenga que dedicar tiempo y recursos a reducir al mínimo la cuantía de la caja disponible para el gasto, lo que implica un trasiego continuado de liquidación de activos rentables. En la medida en que una inflación nula implicaría menores tipos de interés reales, el atractivo de los activos rentables y líquidos frente a la caja se reduciría sensiblemente y el tiempo dedicado a la liquidación de aquellos se reduciría.

Respecto a la *mayor neutralidad fiscal* el argumento es también inmediato: la inflación es un impuesto encubierto sobre la renta de las personas físicas si los tipos y tramos se mantienen constantes. Pero además, y este efecto es más importante, constituye una distorsión permanente sobre las empresas, ya que estas valoran sus activos reales por el coste de adquisición o histórico, valor que utilizan

para amortizarlos, lo que con una inflación positiva implica una brecha permanentemente creciente entre el verdadero valor (el de mercado, el de reposición) y el contable. Como la depreciación es un gasto deducible, esta brecha implica un esfuerzo fiscal adicional y distorsionador de la eficiencia. Solo con una inflación nula el valor histórico y el de reposición coincidirían, desapareciendo este problema.

Por último, se argumenta que la *incertidumbre* se vería reducida por la existencia —y expectativas de mantenimiento— de una inflación cero. Cuando la inflación es nula se sabe que cualquier variación de un precio responde a una alteración de precios relativos, mientras que con una inflación positiva, ante cada movimiento de precios los agentes tienen que discernir qué parte del mismo es reflejo de un cambio en el precio relativo (abaratamiento o encarecimiento del bien respecto a los demás), y qué parte es reflejo simplemente de un aumento del nivel medio de precios (inflación). Con una tasa de inflación alta y variable las señales que transmiten los precios son más difíciles de interpretar, y pueden generar ineficiencias en el proceso de asignación de recursos, que en una economía de mercado está dirigido por los precios relativos.

### **Los costes de la inflación cero**

Antes de entrar en la cuantificación de los efectos que estos tres aspectos beneficiosos podrían tener sobre el aumento potencial del PIB y sobre el bienestar social, conviene señalar también la existencia de costes (y no sólo beneficios) asociados analíticamente a una tasa de inflación nula.

El primero de los costes es la *existencia de un período de ajuste*. Anular la inflación exige una drástica política deflacionista, y ello implica una reducción, al menos en los períodos iniciales, del producto nacional o de su tasa de crecimiento.

El segundo coste se refiere a la *existencia de precios nominales rígidos a la baja*. Si estos existen, una inflación cero exigirá que otros precios bajen, de forma que se introducirá una distorsión en la estructura de precios relativos de la economía que es la relevante a efectos de la asignación eficiente de los recursos. La idea, expresada en términos más simples, es que una tasa de inflación nula no permitiría que los precios relativos reflejaran la verdadera escasez de los bienes y servicios, de forma que podría llegar a impedir el adecuado funcionamiento del mecanismo de mercado. Si esto es así, una inflación nula implicaría un crecimiento continuado de los salarios reales, algo difícilmente compatible con una situación de estabilidad total de precios, y de efectos muy negativos

sobre los márgenes de las empresas y, por tanto, sobre las tasas de inversión y crecimiento económico.

El tercer coste sería las pérdidas por *señoriage*. Una tasa de inflación nula implicaría menores ingresos públicos por el señoriage que implica la emisión de medios de pago por parte del Estado.

Por último, conviene señalar que los beneficios señalados, sea cual sea su cuantía, han de ser descontados temporalmente, porque se producen en el futuro, mientras que los costes se producen desde el período inicial.

Hasta aquí la discusión del análisis coste-beneficio de una inflación cero. Para completar el panorama antes de llegar a obtener conclusiones, es preciso discutir tres puntos adicionales. El primero, si los beneficios potenciales — o una parte de los mismos— se pueden lograr por otros procedimientos en presencia de una tasa de inflación positiva. El segundo, si los beneficios serían, en su caso, lineales, es decir, estrictamente proporcionales al ritmo de reducción de la tasa de inflación. El último, si el resultado del análisis coste-beneficio desde el punto de vista empírico es relevante, porque si estamos hablando de un proceso en que los beneficios se estiman, por ejemplo, entre el  $-0,2$  y el  $+0,4$  del PIB, sería mucho más razonable no perseguir un objetivo tan drástico.

### **Los mismos beneficios sin inflación cero**

Respecto a la posibilidad de lograr los beneficios defendidos por los partidarios de la inflación cero por otros procedimientos, es bastante claro que los efectos positivos sobre los costes de transacción podrían lograrse por la vía de permitir que los medios de pago utilizados para las transacciones pudieran generar rentabilidad. En el caso más estudiado, el norteamericano, es la existencia de una regulación que impide a los depósitos a la vista ser retribuidos lo que trae consigo costes de transacción como los antes discutidos.

Respecto a los beneficios fiscales, pueden lograrse mediante la indiciación con la tasa de inflación de los tramos de renta (para el impuesto sobre la renta) y con la frecuente regularización de balances en el caso de la imposición sobre sociedades. O, incluso, bastaría con indiciar la depreciación con la tasa anual de inflación o con una tasa media esperada de inflación de largo plazo.

Por último, en el caso de la incertidumbre, habida cuenta de los adelantos de la innovación financiera, parece difícil pensar que en un clima de esta-

bilidad de precios (aunque no de inflación nula), no existan mecanismos de cobertura que permitan a los agentes cubrirse plenamente de una incorrecta diferenciación entre movimientos de precios relativos y del nivel general de precios.

Pero en el caso de la incertidumbre aun hay más. Los estudios empíricos existentes parecen señalar inequívocamente que la correlación positiva, en caso de existir, se establece entre cambios no esperados en la tasa de inflación y precios relativos, pero no entre el nivel de la inflación y estos. Por tanto, una tasa de inflación que evoluciona con arreglo a las expectativas de los agentes —sean estas altas o bajas— no implicará costes por incertidumbre. Incluso estudios más recientes (Hercowitz 1982) aportan evidencia de que los cambios en la tasa de inflación, tanto si son esperados como si no lo son, no afectan a los precios relativos.

### **¿Son los beneficios de reducir la inflación lineales?**

Respecto a la linealidad, parece claro que es difícil de defender. Nótese que la linealidad implica que los beneficios de bajar de una inflación del 10% a una del 5% anual, son los mismos que los obtenidos por rebajar la inflación del 5% anual a una tasa nula. La evidencia agregada más burda permite abrigar serias dudas sobre esta linealidad, en el sentido de que los beneficios de reducir la inflación del 20 al 10% siempre han sido muy superiores al doble de los derivados de reducirla del 10% al 5%. Pero, además, la argumentación lógica también parece estar del lado de la no linealidad. Es posible que los efectos sobre los costes de transacción sean lineales. Sobre la distorsión impositiva no por la existencia de escalas complejas y mínimos. Pero sobre la incertidumbre los efectos no pueden ser lineales, porque es claro que una economía con una inflación del 20% (hiperinflación) implica incertidumbres incomparables con las de una economía cuya ritmo de crecimiento de los precios sea del 10%, que sigue siendo una tasa muy elevada. Es decir, sean cuales sean estos costes parece sensato suponer que las ganancias por pasar de una inflación de 21 al 7 % son mayores que por pasar del 3 al 1 %, aunque en ambos casos la tasa de inflación se haya reducido a un tercio de la inicial.

### **La cuantía neta de los beneficios**

Respecto a la cuantía aproximada del análisis coste-beneficio, las cifras son significativas. Los estudios realizados para el caso de los EEUU —véase Cooley y Hansen (1989)— acotan las ganancias derivadas de los menores costes

de transacción entre el 0,04 y el 0,22% del PIB para una reducción de 5 puntos porcentuales en la inflación. Los beneficios por menor distorsión fiscal, aunque resultan llamativos, cuando se les restan los costes en términos de bienestar derivados del sacrificio exigido en el consumo para lograr una mayor tasa de inversión, reducen su rango considerablemente situándose entre unos modestos 0,06 y 0,12% del PIB (véase Chamley (1986) y Lucas (1990)). Los derivados de la menor incertidumbre dan resultados numéricos algo por encima de estas cifras, pero parten de una idea teórica poco fundamentada como acabamos de ver. El conjunto de beneficios es, por tanto, muy modesto desde el punto de vista empírico.

Los costes de reducir la inflación en dos puntos porcentuales se encuentran entre un 2% del PIB y un 1,1% según que no exista o exista histéresis en los costes. Para el caso español el sacrificio de una rebaja de 2 puntos porcentuales en la tasa de inflación se ha estimado en un 0,9% del PIB (Andrés, et. al. (1996), o en un intervalo que va desde el 2% del PIB bajo hipótesis keynesianas al 1% del PIB bajo hipótesis monetaristas (Dolado, et. al. (1997)). Por su parte, los beneficios se sitúan en la zona del 1,2-1,5% del PIB.

Permítanme un inciso provocado por una intervención que ha tenido lugar en esta Real Academia hace menos de dos semanas en el marco de las jornadas organizadas para la presentación del libro *La política monetaria y la inflación en España* del Servicio de Estudios del Banco de España. Existe una parte de evidencia empírica que arroja resultados más cuantiosos en la estimación de los beneficios de reducir la inflación. Pero, aparte problemas analíticos con los que no les voy a aburrir que permiten sostener que esos cálculos son espurios —tanto por la falta de estructura analítica que subyace a las estimaciones, que no son más que correlaciones entre crecimiento del PIB y tasa de inflación, como por el hecho de que se miden beneficios en términos de PIB pero no de bienestar social—, existe una inconsistencia básica en sus resultados. Sea cual sea la importancia de los beneficios estimados de reducir la inflación, una conclusión es que las ganancias son las mismas cuando la inflación se reduce del 20 al 19% que cuando se reduce del 3 al 2%. Si eso fuera cierto y puesto que los beneficios de reducir la inflación en un punto porcentual se estiman en un punto porcentual del PIB, la conclusión sería que economías como la de los EEUU que han mantenido tasas de inflación de dos dígitos durante un dilatado periodo de tiempo y que ahora la tienen estabilizada en las proximidades del 3 %, en caso de haber mantenido las anteriores tasas de inflación, en los momentos actuales estarían creciendo establemente al... -7% anual del PIB. Un dislate notorio.

Con todas las limitaciones y sesgos que puedan tener estas estimaciones —que son numerosas— la resultante global es clara: en el mejor de los ca-

soy estamos pensando en beneficios netos estimados del orden del 0,2%-0,4% del PIB, con un riesgo de variabilidad importante. ¿Es sensato en estas condiciones decidir llevar a cabo una política fuertemente deflacionista que puede conducir a una recesión?

En último extremo, como señala Rao (1991), las tres preguntas clave que deberían tener contestación afirmativa para defender la inflación cero son:

1<sup>a</sup>) ¿Puede ser creíble un banco central anunciando una tasa de inflación nula?

Los beneficios discutidos no sólo dependen de que la inflación sea cero, sino de que las expectativas de los agentes sean que seguirá siendo nula en el futuro. Teniendo en cuenta que ningún banco central puede defender tipos de interés tan altos como sea preciso para la que inflación sea nula bajo cualesquiera circunstancias, la contestación a esta pregunta ha de ser negativa. Además, ¿cómo se adecua la política monetaria a un objetivo de inflación nula ante un shock de oferta?

2<sup>a</sup>) ¿Es la política monetaria un instrumento eficiente para reducir la posición efectiva sobre las rentas de capital y beneficios societarios?

La pregunta se contesta por sí misma en la medida que existen instrumentos alternativos que no persiguen otros objetivos y pueden lograr idénticos resultados, sin crear por tanto distorsiones colaterales no deseadas.

3<sup>a</sup>) Reducir la incertidumbre sobre la inflación ¿produce beneficios sociales significativos?

Es la pregunta con respuesta más ambigua, pero en ningún caso parece que los beneficios puedan ser apreciables cuando se trata, por ejemplo, de reducir la tasa de inflación del 3% al 0% anual.

---

## **¿COMO MEDIMOS LA INFLACIÓN?**

Puesto que medimos la inflación con un índice de precios de consumo (IPC), conviene hacer algunos comentarios sobre el error que supondría

identificar una inflación cero con una tasa de variación del IPC nula. No se trata ahora de discutir la conveniencia o no de una inflación nula, sino la adecuación entre el indicador de inflación utilizado y la inflación real como aumento del nivel absoluto de precios.

En primer lugar, es preciso tener en cuenta que los IPC son *índices de Laspeyres*, es decir, valoran lo que cuesta adquirir en pesetas de hoy una cesta de la compra fija determinada en el período base. Si la cesta del año base costaba 100 y hoy cuesta 105, el IPC ha aumentado el 5% .

Si utilizamos el IPC para calcular lo que debe variar el ingreso nominal para mantener el nivel de consumo de una familia o persona, estamos cometiendo una *sobrevaloración del aumento de renta necesario para mantener el mismo nivel real de consumo*. La razón es que en el paso de 100 a 105, no todos los precios han crecido un 5%, sino que unos habrán aumentado, por ejemplo, el 10%, otros el 5%, otros no habrán variado y, quizá, algunos hayan disminuido. Siendo esto así, se podría alcanzar el mismo nivel de bienestar sustituyendo en parte bienes relativamente encarecidos por otros comparativamente abaratados (por ejemplo, judías verdes que hayan subido un 10% por brecol que haya subido un 1%). Expresado en otros términos el IPC valora un crecimiento nominal del gasto sin tener en cuenta el efecto de sustitución.

En segundo lugar, el IPC está calculado a *precios de mercado y no a coste de los factores*, es decir, incluye los efectos sobre los precios de los cambios en la imposición indirecta y en las subvenciones percibidas por los productores de los bienes. Si en estas condiciones el IPC se utiliza, como así es, para indiciar rentas nominales, los cambios en la fiscalidad indirecta se trasladarán permanentemente a las rentas nominales. Por ejemplo, un aumento del IVA de 2 puntos puede provocar un aumento del IPC de, por ejemplo, un 1%. Si el IVA no vuelve a elevarse dentro de un año, el IPC perderá este efecto escalón dentro de 12 meses. Pero si las rentas nominales se han indiciado con el IPC, el efecto transitorio sobre la inflación del aumento del IVA se habrá trasladado con carácter permanente a las rentas nominales y, antes o después, a los precios.

En tercer y último lugar, por no entrar en detalles más técnicos, el IPC también sobrevalora la inflación por no tener en cuenta las *mejoras de calidad de los bienes* que entran en la cesta de la compra fija. Esta cesta se valora mediante unos precios testigo que corresponden a productos perfectamente especificados (v.g.: PC de 2 MB, pantalla monocolor, etc.; bolígrafo de tal marca, etc.; automóvil de cilindrada X, gasolina normal, etc.). Con el paso del tiempo, bastantes de estos bienes van incluyendo mejoras de calidad —que se reflejan en un

mayor precio— como puedan ser los Airbags, anticontaminantes, pantallas de mejor determinación, etc. Una parte de los aumentos de precios monetarios no son aumentos de inflación, porque responden a mejoras en la calidad.

Todo este conjunto de reflexiones sobre el carácter del tipo de índice utilizado para medir la inflación es pertinente en este contexto por dos razones. Una primera para señalar lo inadecuado de la indicación generalizada de rentas nominales. La segunda, y más sustantiva, porque *incluso una inflación nula no equivale a una tasa de crecimiento del IPC nula. sino positiva*. O, expresado en otros términos, un IPC nulo reflejaría una tasa de inflación global negativa.

No es fácil determinar con precisión qué tasa de crecimiento del IPC equivaldría a una inflación nula, aunque los estudios realizados para los EE.UU. por el NBER la sitúan entre el 1% y el 1,5% anual. Supongamos, por mero ejercicio, que es el 1%. Si, además, consideramos que la inflación nula es perjudicial, estamos hablando de que un IPC de estabilidad deseable de precios se encuentra probablemente en la zona del 2,5-3%, y no desde luego en la zona del 1%-2%.

Permítanme por tanto que en mi moderada esquizofrenia —por una parte como profesional del análisis económico, por otra como miembro del Consejo Ejecutivo del Banco de España— me decante por un objetivo más próximo al sostenido por bastantes economistas analíticos competentes de todo el mundo que define la estabilidad de precios como un IPC que no supera un crecimiento del 3 % anual, y me distancie de los Bancos Centrales de la UE que, liderados por el Bundesbank, tienden a situar la estabilidad en un IPC por debajo del 2%. La diferencia puede parecer nimia, pero no lo es si se tiene en cuenta que la diferencia entre un 3 y un 2% es un tercio de la tasa de inflación, y que las políticas monetaria y fiscal necesarias para mantener el IPC por debajo del 2% han de ser mucho más restrictivas que lo que permite la holgura adicional de no superar el 3%.

Y esto es especialmente relevante en las circunstancias actuales en que todos los países de la UE tienen como objetivo prioritario de la política económica la estabilidad de precios y, además, la estabilidad definida en términos de que 1,5 puntos porcentuales de IPC más que la media de los tres países con menor tasa de inflación, se considera un tope máximo peligroso.

No voy a discutir lo estricto del criterio que solo permite 1,5 puntos porcentuales de diferencias entre las tasas de inflación nacionales, un margen menor que el experimentado entre Comunidades Autónomas españolas (agosto 1996: 2,4 puntos entre Extremadura y Canarias) o entre Estados de los EEUU, un criterio que hace que los tres países que en estos momentos definen el umbral —Fin-

landia, Luxemburgo y Suecia no representen siquiera el 6% de la población y de la renta de la UE, uno de ellos no quiera entrar en la tercera fase de la UME y dos se encuentren en situación deflacionista no deseada. Es cierto que el margen es inferior al experimentado en economías concretas que no por ello funcionan mal; pero también lo es que esas diferencias no pueden sostenerse indefinidamente en la misma dirección.

El tema preocupante es cuál puede ser el panorama económico europeo si todos los países de la UE tienen éxito simultáneo en reducir drásticamente sus déficit públicos y en situar su tasa de inflación alrededor del 1,5%. Con toda probabilidad esto es la descripción de una situación fuertemente deflacionista. Así como es difícil pensar que la UE pueda mantenerse con déficit del 3% cada año, también lo es pensar que se puede crecer establemente en un escenario como el descrito hace pocos minutos.

Convendría tener en consideración, ya que tanto se mira a los EEUU para otras reformas inaplicables en nuestro contexto, que el principal problema europeo no es la estabilidad de precios, sensiblemente mayor que la de EEUU, sino el desempleo; y que la mayoría de los autores estadounidenses se muestran sorprendidos de que con tasas de desempleo medias del orden del 11%, y en el caso español del 22 %, la preocupación básica europea sea la estabilidad de precios; cuando la inflación media ponderada de la UE medida a través de un IPC se encuentra claramente por debajo del 2%.

---

## BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, G.; Dickens, W. y Perry, G. (1996), «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brooking Papers on Economic Activity* 1; pp. 1-59.
- Andrés, J.; Valles, J. y Mestre, R. (1996), «Inflation targeting and the transition to Monetary Union: the Spanish case», Banco de España (mimeo).
- Cooley, T. F. y Hansen, G. D. (1989), «The inflation tax in a real business cycle model», *American Economic Review*, 79, pp. 733-48.
- Chamley, C. (1986), «Optimal taxation of capital income in a general equilibrium with infinite lives», *Econometrica*, 54, pp. 607-22.
- Dolado, J. J.; González, J. M. y Viñals, J. (1997), «A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain», NBER Conference of The Costs and Benefits of Achieving Price Stability, Federal Reserve Bank of New York, February (mimeo).

- Feldstein, M.(1996), «The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability», Working Paper 5496, NBER.
- Friedman, M. (1968), «The role of monetary policy», *American Economic Review*, 58, pp. 1-17.
- Hall,L. (1996), «Disinflation and the NAIRU», Working Paper 5520, NBER.
- Hercowitz (1982), «Money and price dispersion in the United States», *Journal of Monetary Economics*, 10. pp. 25-37.
- Lucas, R. E. (1972), «Expectations and the neutrality of money», *Journal of Economic Theory*, 4, pp.103-24.
- (1990), «Supply side economics. An analytical review», *Oxford Economic Papers*, 42, pp. 293-316.
- Melcon, C. (1994), *Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación (Las experiencias de Nueva Zelanda. Canadá, Reino Unido y Suecia)*, Banco de España, DT 9426, Madrid.
- Muth, J.F. (1961), «Rational expectations and the theory of price movements», *Econometrica*, 29, pp. 315-35.
- Rao, S.A. (1991), «Response to a Defense of zero inflation», *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, spring, pp. 21-24.
- Vega, J. L. (1997), «La función de demanda a largo plazo de ALP», en *La política monetaria en España* (dir. Malo de Molina, J. L.), Alianza Editorial, Madrid, pp. 121-38

