

# EXPECTATIVAS E INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



*La política monetaria conlleva prever la evolución económica futura, gestionar y realizar un seguimiento de las expectativas del sector privado durante el ciclo, y proporcionar un ancla nominal a largo plazo para la economía. Como sugiere la experiencia histórica, unas expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas son un requisito indispensable para una correcta instrumentación de la política monetaria y un indicador crucial de la credibilidad de un banco central. A este respecto, la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE es un activo clave. A lo largo del ciclo, la gestión de las expectativas está asociada al comportamiento coherente del banco central, y requiere una comunicación activa. Al mismo tiempo que trata de alcanzar un grado elevado de previsibilidad acerca de la evolución del tipo de interés a corto plazo, el Consejo de Gobierno del BCE estructura su comunicación basándose en una valoración exhaustiva de la situación macroeconómica y de los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios. En épocas de mayor incertidumbre, el BCE debe realizar un atento seguimiento de las percepciones del sector privado sobre las perspectivas económicas y mantener su capacidad para influir en las expectativas en el medio plazo.*

## I INTRODUCCIÓN

Las decisiones económicas están determinadas, en gran medida, por las expectativas de los agentes. Las expectativas constituyen un elemento fundamental de la teoría macroeconómica contemporánea y desempeñan un papel clave en las prácticas de los bancos centrales modernos. En consecuencia, la instrumentación de la política monetaria conlleva prever la evolución futura, gestionar y realizar un seguimiento de las expectativas del sector privado durante el ciclo, y proporcionar un ancla nominal a largo plazo para la economía. Los bancos centrales deben formarse constantemente una opinión sobre las perspectivas económicas en el horizonte a medio plazo relevante para la política monetaria. Al planificar sus medidas de política monetaria, deben tener presente en todo momento que sus decisiones tienen un efecto duradero para las expectativas. La formación de expectativas exageradas o poco razonables constituye siempre un motivo de preocupación para las autoridades monetarias.

En la sección 2 de este artículo se examinan los principales motivos de la importancia crucial de las expectativas en la instrumentación de la política monetaria, y se explica, en particular, el papel fundamental de las expectativas de inflación a largo plazo. En la sección 3 se analizan las configuraciones económicas específicas en las que las expectativas de inflación pueden convertirse en una fuente independiente de inestabilidad macroeconómica, mientras que en la sección 4 se

consideran los instrumentos de los bancos centrales que la experiencia y la práctica han demostrado que son eficaces para evitar estas circunstancias adversas. En la sección 5 se abordan retos más específicos para la política monetaria asociados a la formación de expectativas poco razonables en la determinación de los precios de los activos o al riesgo de trampas de las expectativas, y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## 2 ¿POR QUÉ ES NECESARIO REALIZAR UN SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS?

### EXPECTATIVAS Y PROPAGACIÓN MACROECONÓMICA

Los bancos centrales deben facilitar la formación de expectativas acerca de la evolución económica futura y realizar un seguimiento de las mismas de forma constante por dos motivos. En primer lugar, las medidas de política monetaria causan un efecto retardado en la economía y en la inflación, de modo que una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios debe formar expectativas sobre la evolución probable de la economía en el futuro y responder a los riesgos para la estabilidad de precios teniendo en cuenta dicha posible evolución futura. Ciertamente, se dispone de amplia evidencia empírica para distintos países y regímenes monetarios alternativos que documenta los desfases que se producen en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esta literatura sugiere que los impulsos monetarios influyen en la actividad económica con un desfase de va-

rios trimestres y, en consecuencia, afectan a la inflación con algo más de retraso. Los resultados obtenidos a partir de modelos de series temporales, como los modelos estructurales de vectores autorregresivos (VAR) para la zona del euro son acordes, en líneas generales, con las conclusiones de la literatura sobre Estados Unidos y muchos otros países<sup>1</sup>. La evidencia procedente de los modelos económicos estructurales estimados confirma en gran medida estos resultados<sup>2</sup>. Como consecuencia de los desfases en la transmisión, los bancos centrales deben sopesar sus medidas para ejercer cierta influencia sobre la evolución macroeconómica prevista con varios trimestres de antelación. Por tanto, desde el punto de vista operativo, la instrumentación de la política monetaria exige una valoración exhaustiva de los riesgos para la estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de dicha política.

En segundo lugar, los bancos centrales realizan un seguimiento de las expectativas del sector privado porque los cambios previstos en variables económicas (por ejemplo, precios y cantidades) pueden influir profundamente en el comportamiento económico presente a través de múltiples canales. Por ejemplo, los aumentos esperados de los precios en el futuro ejercen presiones al alza sobre los precios en el presente a través de diversos canales, entre los que se incluyen exigencias de aumentos salariales, ya que los trabajadores demandan estos incrementos en el presente para compensar la pérdida esperada de poder adquisitivo en el futuro. De igual modo, las expectativas de aumento de la inflación afectan a las decisiones actuales de fijación de precios de las empresas, ya que éstas tienden a subir sus precios para compensar el incremento previsto de sus costes marginales de producción. Otro canal importante a través del cual las expectativas pueden influir en el estado actual de la economía son los precios de los activos y su impacto sobre el valor presente de la riqueza y las rentas. Ciertamente, existen diversos canales a través de los cuales se considera que los precios de los activos influyen en las decisiones económicas y en la demanda agregada. La investigación económica ha puesto de relieve el notable impacto que causa la riqueza financiera y no financiera sobre el com-

portamiento del consumo, la relevancia del efecto Q de Tobin sobre los planes de inversión, el papel desempeñado por los balances en el gasto privado (a través del canal del crédito) y los efectos confianza de las variaciones de los precios de los activos sobre el consumo<sup>3</sup>.

La estrecha interrelación existente entre la formación de los precios de los activos, las elecciones económicas actuales y las expectativas constituye otro motivo para que los bancos centrales realicen un atento seguimiento de las expectativas del sector privado acerca de los resultados económicos futuros. Las expectativas que se forman los agentes económicos pueden cambiar no sólo como reacción ante variaciones en variables económicas fundamentales, sino también como consecuencia de errores de percepción o de predicción. En la medida en que los agentes económicos actúen en función de tales percepciones erróneas al tomar decisiones económicas en el presente, y en tanto en cuanto dichas percepciones erróneas estén incorporadas en los precios de los activos, pueden constituir una fuente autónoma de fluctuaciones económicas<sup>4</sup>.

1 Esta literatura es analizada por L. Christiano, M. Eichenbaum y C. Evans (2000), «Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?»; en J. B. Taylor y M. Woodford (eds.) (2003), *Handbook of Macroeconomics*, G. Peersman y F. Smets (2003), «The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis», Working Paper n.º 91, BCE, se señala, por ejemplo, que un incremento inesperado y transitorio del tipo de interés a corto plazo tiende a ir seguido de una caída temporal del producto al cabo de dos trimestres. El efecto sobre el producto registra un máximo transcurridos de tres a cinco trimestres y posteriormente retorna al punto de partida. Sin embargo, los precios responden con mucha más lentitud, y el impacto de los impulsos de la política monetaria sólo es significativo estadísticamente al cabo de dos años. En comparación con Estados Unidos, los precios de la zona del euro parecen responder con más lentitud, lo que muy probablemente se deba a un factor bien documentado, el menor grado de flexibilidad de los precios en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos.

2 Para la zona del euro, F. Smets y R. Wouters (2003 y 2005) apuntan hacia respuestas con forma de U invertida de la inflación y de la brecha de producto como consecuencia de una perturbación que afecta a la política monetaria, con efectos máximos acordes con los obtenidos en el modelo estructural VAR.

3 Véase F. Altissimo et ál. (2005), «Wealth and asset price effects on economic activity», Occasional Paper n.º 29, BCE.

4 Este mecanismo que provoca fluctuaciones económicas se describe en trabajos iniciales sobre la evolución macroeconómica, por ejemplo, en A. C. Pigou (1927), *Industrial Fluctuations*, London (MacMillan), y constituye la base de la literatura sobre burbujas del precio de los activos. Véase también el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005.

La política monetaria resulta particularmente afectada por un ciclo económico impulsado por expectativas, ya que la influencia de la política monetaria sobre la economía está condicionada, en gran parte, por las expectativas del sector privado acerca de las medidas futuras de política monetaria.

### EL PAPEL CRUCIAL DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Aunque la estabilidad de precios es la mejor aportación que la política monetaria puede realizar a un crecimiento económico sostenible, a la creación de empleo y a la prosperidad<sup>5</sup>, la credibilidad de la autoridad monetaria a la hora de proporcionar estabilidad de precios de manera coherente se construye y se preserva con el tiempo. Esta credibilidad es clave para el proceso mediante el cual los agentes se forman expectativas de la evolución futura de los precios y, por tanto, para el propio mecanismo de formación de precios. Por consiguiente, los bancos centrales deben realizar un seguimiento constante de las percepciones del público en general acerca de su compromiso con el mantenimiento de la estabilidad de precios, lo que servirá para aproximar la probabilidad de que realmente cumplan este objetivo. A este respecto, el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo parecer ser un indicador fundamental de la credibilidad de los bancos centrales e, indirectamente, de su éxito.

Como tal, la credibilidad es asimismo un requisito indispensable para una instrumentación eficaz de la política monetaria. Una evolución inestable de las expectativas de inflación podría producirse como consecuencia de la pérdida de confianza de los participantes en el mercado en el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios, o como resultado de discrepancias en su valoración de las perspectivas económicas. En esta situación, en la que la valoración y las intenciones del banco central y las percepciones del público en general son diferentes, la política monetaria se torna más compleja. Por consiguiente, para evitar que se produzcan tales situaciones, resulta pertinente realizar un seguimiento constante de las expectativas del sector privado.

### EL SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A MEDIO Y A LARGO PLAZO POR PARTE DEL BCE

Existen diversos indicadores para valorar las expectativas de inflación del sector privado en la zona del euro, que presentan considerables problemas de medición (para información sobre la evolución reciente de estos indicadores, véase el recuadro 1). Algunas de estas medidas se obtienen de encuestas, mientras que otras se extraen de datos de los mercados financieros. Entre las distintas encuestas que recaban información sobre las expectativas de inflación en la zona del euro, una fuente de información importante es la encuesta a expertos en previsión económica del BCE (SPF, en sus siglas en inglés). Las principales ventajas de esta encuesta son un panel relativamente amplio de participantes, lo que hace que sea bastante representativa del estado general de las expectativas, y el hecho de que los participantes también faciliten su valoración de la probabilidad de que los resultados futuros estén contenidos en determinados intervalos. Otros indicadores basados en encuestas son de naturaleza más cualitativa. Por ejemplo, las opiniones de los consumidores sobre la evolución de la inflación en la zona del euro recabadas por la Comisión Europea ofrecen una indicación de las percepciones generales acerca de la inflación pasada y de la trayectoria esperada de la inflación en el futuro, y se refieren únicamente a la evolución a corto plazo<sup>6</sup>.

5 Por ejemplo, cuando la inflación aumenta resulta más difícil que los agentes privados distingan las variaciones de los precios relativos (cuyo conocimiento es necesario para asignar los recursos de eficiencia y para potenciar la productividad de la economía) de los cambios en el nivel general de los precios. Además, una inflación más elevada causa un impacto negativo sobre la acumulación de capital y, por tanto, sobre la productividad a largo plazo, debido a la no indexación del sistema tributario. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

6 Los consumidores deben indicar sus percepciones de la evolución de la inflación pasada (en los doce meses previos) y sus expectativas en cuanto a la evolución futura (en los siguientes doce meses). Por construcción, las estadísticas de saldos únicamente facilitan información cualitativa sobre el cambio de orientación en las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores, y no proporcionan indicaciones de la magnitud de las tasas de inflación percibida y esperada. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2007.

## Recuadro I

### EL ANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se considera el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, y se proporciona evidencia procedente de encuestas y de indicadores de mercado<sup>1</sup>. En comparación con Estados Unidos, estas expectativas han sido más estables en la zona del euro.

#### Expectativas de inflación obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE

Las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro han fluctuado, desde 1999, entre el 1,8% y el 2%, y en un intervalo más estrecho, situado entre el 1,9% y el 2%, entre el 2003 y el 2007 (véase gráfico A). La dispersión también se ha reducido gradualmente, como indica, por ejemplo, el intervalo comprendido entre los cuartiles superior e inferior, aumentando el cuartil inferior desde un mínimo del 1,5%, registrado a mediados del 2006, hasta el 1,9% actual. En líneas generales, el cuartil superior se ha mantenido estable, en el 2%, salvo en la encuesta correspondiente al tercer trimestre del 2008 (realizada a mediados de julio), en la que tanto las expectativas de inflación media como las situadas en el cuartil superior alcanzaron un máximo. En general, la información sobre las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro procedente de las encuestas, pese a los riesgos señalados por el ligero aumento observado en el 2008, sugiere que se mantuvieron en niveles reducidos, pero próximos al 2%.

Utilizando datos de encuestas, una forma indirecta de evaluar el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo es considerar su sensibilidad a las variaciones de las expectativas de inflación a muy corto plazo<sup>2</sup>. A este respecto, en el gráfico B se representan las revisiones individuales de las expectativas de inflación a corto plazo (esto es, a un año vista) y a largo plazo (es decir, a cinco años vista) para el período comprendido entre el segundo trimestre del 2001 y el primer trimestre del 2009, y se observa que, ciertamente, no existe una relación clara entre las variaciones de las expectativas de inflación a corto plazo y las de las expectativas a largo plazo.

#### Indicadores financieros de las expectativas de inflación

En el gráfico C se muestra la descomposición de la tasa de inflación implícita a diez años en la tasa de inflación implícita a cinco años (que mide las expectativas de inflación media en los próximos cinco años) y la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (que mide las expectativas de inflación media en el período comprendido entre los cinco y los diez años siguientes)<sup>3</sup>. La tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, ha fluctuado en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,5% durante la mayor parte de la muestra disponible. Se observaron grandes fluctuaciones en el 2004, en el primer semestre del 2008 y, en particular, desde que se intensificaron las actuales turbulencias financieras en el otoño del 2008, cuando el acusado descenso de los precios del petróleo y de las expectativas de inflación provocaron una venta masiva de bonos indicados con la inflación que, en unas condiciones de liquidez extremadamente reducida, dieron lugar a importantes correcciones de los precios de estos instrumentos e influyeron

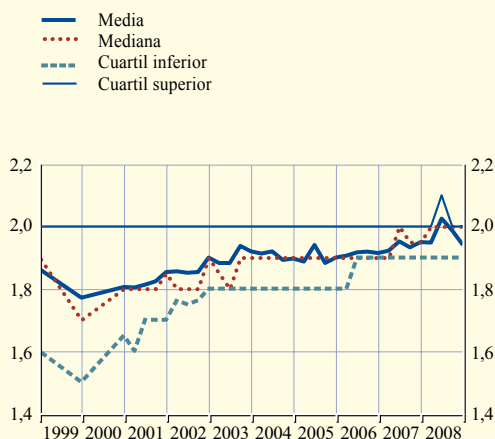
1 Véase también el artículo titulado «Medidas de las expectativas de inflación en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.

2 Véase E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altimari y D. Rodríguez Palenzuela (2003), «Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations», Working Paper n.º 273, BCE.

3 Para conocer un análisis más detallado, véase J. A. García y A. van Rixtel (2007), «Inflation-linked bonds from a central bank perspective», Occasional Paper n.º 62, BCE, y para una descripción de la metodología aplicada en el BCE para calcular las tasas de inflación implícitas, véase J. Ejsing, J. A. García y T. Werner (2007), «The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality», Working Paper n.º 830, BCE.

**Gráfico A Expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años) obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica**

(tasas de variación interanual)

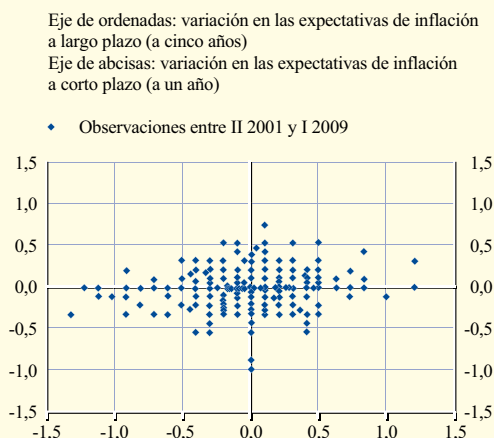


Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Los últimos datos se refieren al primer trimestre del 2009. Para conocer un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondiente al segundo trimestre del 2009, véase el recuadro 4 de la sección 3 de este Boletín Mensual.

**Gráfico B Variaciones de las expectativas de inflación a corto plazo y a largo plazo obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica**

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Para conocer un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondiente al segundo trimestre del 2009, véase el recuadro 4 de la sección 3 de este Boletín Mensual.

en el cálculo de las tasas de inflación implícitas. No obstante, la evidencia disponible, procedente de la descomposición de las tasas de inflación implícitas en expectativas de inflación y primas asociadas mediante modelos de estructura temporal indica que la estructura temporal de las primas de riesgo de inflación en la zona del euro muestra una pendiente ascendente y que sus fluctuaciones son el principal factor determinante de las variaciones de las tasas de inflación implícitas, con unas expectativas de inflación (a largo plazo) ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios<sup>4</sup>.

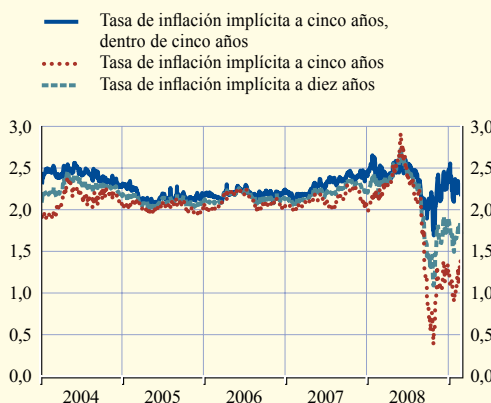
En el gráfico D se representa la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, y la medida comparable derivada de los *swaps* indicados con la inflación. Ambas medidas registraron movimientos muy similares, siendo muy probable que las discrepancias observadas se deban a factores específicos de los mercados de deuda pública y de *swaps* indicados con la inflación, entre los que se incluyen las variaciones de las primas de riesgo de crédito, de mercado y de liquidez provocadas por elevados flujos de inversión (esto es, desplazamientos de fondos hacia la deuda pública en determinados momentos del actual período de turbulencias en los mercados financieros). Sin embargo, desde el tercer trimestre del 2008, las perturbaciones registradas en diversos segmentos de los mercados financieros internacionales, el aumento general de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados, así como el despalancamiento y la consolidación de los balances de destacados participantes en los mercados de productos indicados con la inflación, causaron importantes fluctuaciones en los dos indicadores, complicando con ello su valoración. En particular, las tasas de inflación implícitas a largo plazo registraron niveles muy bajos a finales del 2008, si bien es probable que estos niveles reflejaran los efectos transitorios sobre los diferenciales de rendimiento de los elevados y repentinos desplazamientos de fondos hacia la deuda pública, así como de determinadas perturbaciones en los mercados de *repos*<sup>5</sup>.

4 Véanse P. Hördahl y O. Tristani (2007), «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», Working Paper n.º 734, BCE, y J. A. García y T. Werner (2009), «Inflation risks and inflation risk premia», Working Paper Series BCE, de próxima publicación.

5 Para conocer un debate más exhaustivo sobre el impacto de las turbulencias actuales en los mercados financieros sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

**Gráfico C Tasas de inflación implícitas en la zona del euro a horizontes diferentes**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico D Tasas de inflación implícitas a largo plazo derivadas de bonos y swaps indicados con la inflación**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

### Comparación con las expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos

De la comparación con las expectativas de inflación en Estados Unidos se puede obtener alguna información adicional sobre el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro.

El descenso de las expectativas de inflación durante los años noventa y su estabilización en niveles relativamente reducidos en los diez últimos años no se ha limitado a la zona del euro, sino que también se ha registrado en Estados Unidos (véase gráfico E). Al comparar las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro con las obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica para Estados Unidos, se observa que las primeras parecen haber estado ancladas en un nivel más bajo. Resulta más significativo el hecho de que la discrepancia observada en las expectativas de inflación a largo plazo, medida como la desviación típica con respecto a los valores estimados, muestre que las expectativas de inflación han sido más homogéneas en la zona del euro que en Estados Unidos (véase gráfico F). En cuanto a los indicadores financieros, los resultados para las tasas de inflación implícitas a largo plazo son similares: centrándose en el período muestral comprendido entre el primer trimestre del 2004 y el segundo trimestre del 2008, para evitar períodos de distorsiones importantes en los mercados internacionales de productos indicados con la inflación, las tasas de inflación implícitas a cinco años, dentro de cinco años, de Estados Unidos, fluctuaron en un intervalo más amplio (2,3%-3,3%) y mostraron una mayor volatilidad (una desviación típica de alrededor de 0,20) que las tasas correspondientes de la zona del euro (0,13).

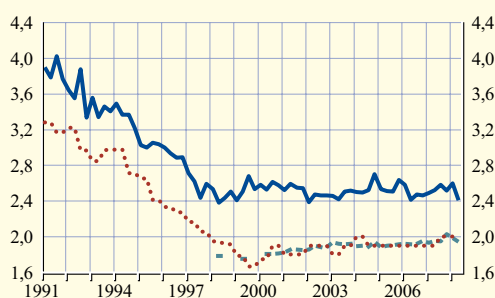
En algunos estudios se ha investigado el anclaje de las expectativas de inflación centrándose en la reacción de los indicadores financieros (las tasas de inflación implícitas a largo plazo y los tipos de interés nominales) a las noticias macroeconómicas. Ehrmann et ál. (2007)<sup>6</sup> muestran que desde el inicio de la UEM, los tipos de interés nominales a largo plazo de países importantes de la zona del euro no han tendido a reaccionar ante las noticias macroeconómicas. Esta evidencia es especialmente relevante si se tiene en cuenta que, a menudo, las reacciones de los tipos de interés nominales a

6 M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. Gürkaynak y E. Swanson (2007), «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», Working Paper n.º 817, BCE.

**Gráfico E Expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos**

(tasas de variación interanual)

- Estados Unidos (encuesta a expertos en previsión económica - media del IPC en los diez años siguientes)
- ..... Zona del euro: Consensus Economics (media dentro de seis a diez años)
- Zona del euro (encuesta a expertos en previsión económica - IAPC dentro de cinco años)

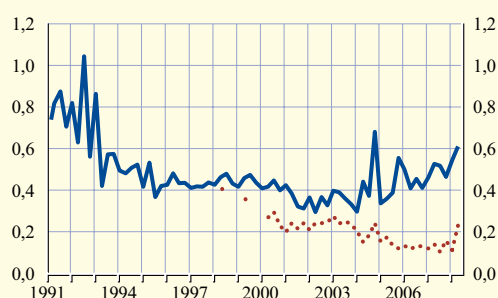


Fuentes: BCE, Reserva Federal de Filadelfia y Consensus Economics.  
Notas: A efectos de comparación, los datos más recientes se refieren al primer trimestre del 2009 para las encuestas a expertos en previsión económica del BCE y de Estados Unidos, y a octubre del 2008 para los datos de Consensus Economics. Con anterioridad al año 2003, los datos de la zona del euro se han obtenido de Castelnuovo et ál. (2003) (en la nota 2 figura la referencia completa). A partir de abril del 2003, los datos proceden de Consensus Economics. Para conocer un resumen de los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE del segundo trimestre del 2009, véase el recuadro 4 de la Sección 3 de este Boletín Mensual.

**Gráfico F Discrepancia en las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos**

(desviación típica con respecto a los valores estimados)

- Encuesta a expertos en previsión económica de Estados Unidos
- ..... Encuesta a expertos en previsión económica del BCE



Fuentes: BCE y Reserva Federal de Filadelfia.  
Nota: A efectos de comparación, los datos más recientes se refieren al primer trimestre del 2009 para las encuestas a expertos en previsión económica del BCE y de Estados Unidos.

largo plazo en Estados Unidos a dichas noticias se consideran estadísticamente significativas<sup>7</sup>. La evidencia disponible también indica que, en Estados Unidos, las tasas de inflación implícitas a largo plazo reaccionan fuertemente ante la publicación de datos macroeconómicos, incluso en horizontes largos, mientras que las reacciones en la zona del euro son significativas para las tasas de inflación implícitas a corto plazo, pero no a largo plazo, lo que respalda la conclusión de que el anclaje de las expectativas de inflación es más sólido en la zona del euro<sup>8</sup>.

En general, la evidencia obtenida de encuestas y de indicadores financieros presentada en este recuadro apunta a que las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro están relativamente bien ancladas. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, en 1999, la zona del euro se ha visto afectada por varias perturbaciones alcistas importantes para la evolución a corto plazo de los precios, pero las citadas expectativas parecen haber tenido una reacción moderada y se han mantenido acordes, en líneas generales, con el objetivo del Consejo de Gobierno de que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, pero próximos, al 2%, en el medio plazo.

7 Véanse, por ejemplo, R. Gürkaynak, B. Sack y E. Swanson (2005), «The sensitivity of long-term interest rates to economic news: evidence and implications for macroeconomic models», *American Economic Review*, Vol. 95(1), pp. 425-436; M. Beechey y J. Wright (2008), «The high-frequency impact of news on long-term yields and forward rates: is it real?», *Finance and Economics Discussion Paper n.º 39*, Board of Governors of the Federal Reserve.

8 M. Beechey, E. Johannsen y A. Levin (2007), «Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?», *Discussion Paper n.º 6536*, CEPR.

A diferencia de los resultados de las encuestas, las expectativas de inflación extraídas de datos de los mercados financieros no son directamente observables y deben estimarse. Existen algunas medidas para inferir las expectativas de los mercados a partir de los precios de los activos. En primer lugar puede construirse una tasa de inflación implícita para los distintos plazos. Por definición, la tasa de inflación implícita es la tasa que, si efectivamente se registra, igualaría los rendimientos esperados de una inversión en un bono nominal convencional a los de un bono indiciado con la inflación al mismo plazo. En segundo lugar, los precios observados en el mercado de derivados sobre la inflación, en concreto los *swaps* indicidos con la inflación, permiten elaborar medidas alternativas de compensación por inflación. No obstante, estas medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros deben interpretarse con cautela, ya que suelen incorporar diversas primas de riesgo que compensan a los inversores en bonos, en particular, por la incertidumbre en torno a la inflación y por el riesgo de liquidez.

### 3 FUENTES TEÓRICAS DE INESTABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS

La evolución de las prácticas de los bancos centrales y los progresos realizados en el ámbito de la investigación teórica y práctica respaldan claramente la opinión de que las expectativas de inflación desempeñan un importante papel. Unas expectativas incorrectamente gestionadas podrían constituir una fuente independiente de inestabilidad macroeconómica. En esta sección se analizan las principales teorías que explican cómo las citadas expectativas pueden apartarse del objetivo del banco central y se pone de relieve el papel que la política monetaria puede desempeñar, tolerando estas desviaciones en una fase temprana, en la propagación y la agudización de una perturbación inflacionista.

#### DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA CON ARREGLO A LA HIPÓTESIS DE LAS EXPECTATIVAS RACIONALES Y ANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

En un mundo que se rige por la hipótesis de las «expectativas racionales», los agentes económicos actúan

teniendo en cuenta la posible evolución futura y forman sus expectativas de modo eficiente y homogéneo utilizando toda la información disponible, entre la que se incluye un conocimiento detallado del funcionamiento de la economía. Según la hipótesis de las expectativas racionales, la inestabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo únicamente puede surgir si la política monetaria no se percibe como un guardián creíble de la estabilidad de precios.

Un historial sistemático de respuestas no suficientemente enérgicas a presiones inflacionistas puede llevar a los agentes privados a cuestionar el compromiso del banco central con la estabilidad de precios. En la literatura se han debatido ampliamente las soluciones que servirían para anclar las expectativas en torno al objetivo que persigue la política monetaria, con el fin de evitar este resultado no deseado. En marcos de modelización de expectativas racionales muy simples de última generación, esta solución adopta la forma del «principio de Taylor», según el cual el tipo de interés nominal reacciona con un aumento más que proporcional ante variaciones de la tasa de inflación (observada o esperada). Una amenaza constante y creíble de incremento del tipo de interés real a corto plazo en respuesta a expectativas de aumento de la inflación, por ejemplo, asegura, dentro de estos marcos macroeconómicos simples, que cualquier presión inflacionista se reabsorberá con rapidez. A su vez, esta certeza es suficiente para anclar las expectativas y evitar, en primer lugar, una evolución desestabilizadora de las expectativas.

En descripciones más generales y realistas del funcionamiento de la economía y, en particular, del mecanismo de formación de las expectativas, el requisito de que la política monetaria proporcione un punto de referencia creíble para las expectativas a largo plazo puede diferir, en cierta medida, del principio de Taylor<sup>7</sup>. Sin embargo, la principal conclusión de política monetaria que se obtiene de esta corriente de la literatura sigue siendo que una instrumentación bien diseñada y

<sup>7</sup> Véase J. Benhabib, S. Schmitt-Grohé y M. Uribe (2001), «Monetary policy and multiple equilibria», *American Economic Review*, Vol. 91, pp. 167-186.

adecuadamente orientada de la política monetaria puede y debe anclar correctamente las expectativas de inflación a largo plazo.

#### DINÁMICA DE APRENDIZAJE E INESTABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS

Incluso en los modelos macroeconómicos de optimización simples de última generación es posible estudiar patrones de las expectativas de inflación en los que algunos de los supuestos implícitos en la hipótesis de las expectativas racionales se han relajado. Cuando se realiza una descripción más compleja y realista de la formación de expectativas, las expectativas de inflación pueden convertirse en una fuente independiente de fluctuaciones económicas, que no necesariamente tiene su origen en una falta sistemática de fuerza de la reacción de la política monetaria a la inflación.

La incipiente literatura sobre aprendizaje y conocimiento imperfecto de la macroeconomía<sup>8</sup> considera que perturbaciones de magnitud similar se amplifican y se prolongan en un contexto de aprendizaje, en comparación con una situación en la que los agentes forman expectativas racionales coherentes con los modelos. En determinadas condiciones, las expectativas de inflación a largo plazo ciertamente pueden reaccionar de modo exagerado ante perturbaciones y desviarse endógenamente, reflejando el impacto que causan las perturbaciones sobre la nueva valoración que realizan los agentes privados de los parámetros clave que describen el funcionamiento de la economía. En última instancia, el proceso de aprendizaje podría conducir a la convergencia de todas las expectativas de inflación a medio y a largo plazo con el objetivo del banco central. No obstante, esta línea de investigación también ha señalado que pueden darse casos en los que dicho proceso de aprendizaje no converge. En consecuencia, las normas de política monetaria que conducirían a un equilibrio único con arreglo a la hipótesis de las expectativas racionales pueden ser inestables en un contexto de aprendizaje<sup>9</sup>.

#### 4 DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA PARA EVITAR Y CONTRARRESTAR LA INESTABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS

Los bancos centrales han diseñado satisfactoriamente salvaguardias institucionales que pueden eliminar eficazmente la inestabilidad de las expectativas. Los marcos de política monetaria orientados hacia la estabilidad constituyen el principal y más eficaz baluarte contra la aparición de esta inestabilidad.

#### VENTAJAS DE LA COMUNICACIÓN DE UNA DEFINICIÓN CUANTITATIVA DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

En un mundo caracterizado por una racionalidad limitada y un conocimiento imperfecto, la comunicación del objetivo de política monetaria, reforzado por una definición numérica precisa de estabilidad de precios, se convierte en un poderoso instrumento para evitar que el proceso de aprendizaje de las expectativas del sector privado se desvíe.

Un número creciente de bancos centrales han dado a conocer un objetivo cuantitativo como parte de su estrategia de política monetaria. Los estudios disponibles indican claramente que el anuncio de un objetivo explícito de estabilidad de precios contribuye a anclar las expectativas de inflación. En la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios como una tasa de inflación anual medida por el IAPC positiva inferior al 2%. Dentro de este intervalo, el Consejo de Gobierno ha anunciado que su objetivo es mantener las tasas de inflación de la zona del euro «próximas al 2%» en el medio plazo. Este objetivo ha proporcionado una orientación

8 Véanse A. Orphanides y J. Williams (2005), «Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy», en B. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Debate*, University of Chicago Press; A. Orphanides y J. Williams (2006), «Inflation targeting under imperfect knowledge», Reserva Federal de San Francisco, Documento de Trabajo n.º 2006-14; y V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin (2006), «Adaptive learning, persistence, and optimal monetary policy», *Journal of the European Economic Association*, Vol. 4(2-3), pp. 376-385.

9 Véase G. W. Evans y S. Honkapohja (2008), «Expectations, learning and monetary policy: an overview of recent research», Discussion Paper n.º 6640, CEPR.

muy precisa a los mercados y ha actuado claramente como punto de referencia para las expectativas de inflación. En la zona del euro, tanto las expectativas de inflación de medio a largo plazo basadas en encuestas como las basadas en los mercados han permanecido firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE, incluso cuando la inflación se vio sometida a volatilidad temporal resultante de perturbaciones adversas para la oferta y la demanda (véase recuadro 1).

Aunque, por norma general, los marcos que establecen objetivos de inflación incorporan también una cuantificación del objetivo de política monetaria, la estrategia del BCE en este ámbito presenta dos rasgos distintivos adicionales: el destacado papel de los agregados monetarios y su orientación a medio plazo. El análisis monetario se basa principalmente en regularidades empíricas fundamentales bien conocidas que muestran que los componentes de largo plazo del crecimiento monetario y de la inflación están estrechamente relacionados, dado que el crecimiento monetario tiene propiedades de indicador adelantado de la inflación<sup>10</sup>. La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE no se ha cuantificado con precisión porque existen desfases variables y prolongados en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La valoración de las medidas de política monetaria depende del estado de la economía, de la naturaleza de las perturbaciones estructurales y de comportamientos económicos que varían con el tiempo que tenderían a influir en el horizonte temporal adecuado para que dicha política estabilice la inflación.

Además de la definición cuantitativa de estabilidad de precios, el anclaje eficaz de las expectativas de inflación a largo plazo depende de la credibilidad del compromiso de la autoridad monetaria para cumplir su mandato. En el caso del BCE, la credibilidad de este compromiso aplicando medidas coherentes y sistemáticas de política monetaria está fuertemente arraigada en el marco institucional de la UEM. El Tratado de Maastricht dispone claramente que la instrumentación de la política monetaria de la zona del euro corre a cargo de un banco central independiente al que se le

ha asignado el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

## **VENTAJAS DE UNA RESPUESTA SISTEMÁTICA DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Aparte de la necesidad de lograr un anclaje eficaz de las expectativas de inflación a largo plazo mediante la adopción de un objetivo cuantitativo claro, la investigación académica ha puesto de relieve las virtudes de una política de gestión sistemática de las expectativas, y ha subrayado el impacto de una política monetaria coherente y previsible sobre las expectativas del público en general (véase recuadro 2).

La literatura sobre política monetaria óptima indica que un compromiso de adoptar un comportamiento coherente y previsible al adoptar decisiones de política monetaria es mejor que una instrumentación totalmente flexible de esta política, en la que las medidas se adoptan secuencialmente sin tratar de integrar cada medida aislada en un marco sistemático general de respuesta a la evolución del estado de la economía.

Si el banco central puede convencer a los agentes económicos de su análisis de las perspectivas económicas y de su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios, éstos pueden asimilar plenamente la respuesta sistemática de la política monetaria, de modo que las expectativas de medidas futuras de política monetaria se ajusten orientándose hacia el equilibrio en cuanto se publiquen las noticias macroeconómicas. Esta influencia de las declaraciones y las acciones del banco central sobre el comportamiento económico de los agentes privados es un activo que puede llegar a ser extremadamente valioso en caso de surgir perturbaciones y riesgos importantes.

Además, un comportamiento coherente es un requisito necesario para obtener credibilidad y, como principio general, al sopesar los argumentos a favor y en contra de una decisión, los bancos

10 Véase L. Benati (2009), «Long-run evidence on money growth and inflation», Working Paper, BCE, N° 1027.

## Recuadro 2

## LITERATURA ACADÉMICA SOBRE LA GESTIÓN ÓPTIMA DE LAS EXPECTATIVAS

En este recuadro se consideran con más detalle las principales recomendaciones de la literatura sobre la política monetaria óptima, centrándose, en particular, en la gestión de las expectativas privadas en el contexto de las «trampas de las expectativas», en las que el tipo de interés nominal a corto plazo se encuentra en niveles que no se pueden reducir más.

Desde una perspectiva académica, los resultados de numerosos trabajos de investigación sobre la política monetaria óptima con expectativas racionales indican que es fundamental tener en cuenta los efectos de un comportamiento reiterado y coherente de la política monetaria sobre las expectativas privadas. De esta línea de investigación se desprenden dos conclusiones. En primer lugar, al comprometerse con una política monetaria óptima se obtienen mejores resultados que con una política monetaria totalmente flexible, en la que las decisiones se adoptan secuencialmente sin un marco estratégico coherente para diseñar y comunicar las medidas adoptadas.

En segundo lugar, en el «modelo de referencia» utilizado en el análisis de la política monetaria<sup>1</sup>, la ejecución óptima de la política monetaria incorpora una medida de «dependencia histórica» por la que, al fijar los tipos de interés, un banco central, aunque tiene en cuenta la evolución futura, no pierde de vista el comportamiento pasado. Se considera que una política que incluye una medida adecuada de dependencia histórica puede moderar el impacto de las perturbaciones sobre la estabilidad macroeconómica influyendo en las expectativas privadas sobre medidas posteriores de política monetaria con el fin de estabilizarlas. El resultado se deriva de una gestión óptima de las expectativas del sector privado cuando el banco central disfruta de una credibilidad perfecta. El compromiso del banco central de corregir desviaciones anteriores con respecto a la definición de estabilidad de precios induce a los agentes a prever que los riesgos actuales para la estabilidad de precios desaparecerán, lo que ejerce una influencia moderadora en las decisiones actuales de fijación de precios. Una norma simple que, en estos modelos, obligaría al banco central a introducir un grado de dependencia histórica, sería el «establecimiento de objetivos de nivel de precios», por el que el banco central corregiría las desviaciones pasadas del nivel de precios con respecto a la senda esperada.

Las recomendaciones sobre la política monetaria óptima que han demostrado ser válidas en un contexto de expectativas racionales siguen siendo cruciales para el diseño de la política monetaria en caso de que haya imperfecciones en la formación de expectativas. En particular, el valor del compromiso y la dependencia histórica de la política monetaria no varían con la formación de expectativas «casi racionales» por parte del sector privado<sup>2</sup>. Aunque la intuición básica sugiere que las ventajas de fijar un objetivo de nivel de precios, principalmente a través de las expectativas, deberían ser menores en un entorno de aprendizaje o de credibilidad imperfecta, los trabajos de investigación más recientes indican que una política que incorpora cierto grado de dependencia histórica seguiría siendo eficaz para anclar las expectativas en un mundo con aprendizaje adaptativo<sup>3</sup>.

La literatura académica ha puesto de relieve las ventajas de asumir un compromiso creíble y de utilizar la dependencia histórica ante la persistencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios y unos

1 Véase M. Woodford (2003), *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press.

2 Véase M. Woodford (2008), «Robustly optimal monetary policy with near-rational expectations», mimeo, Columbia University.

3 Véase V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin (2007), «Is time ripe for price level path stability?», Working Paper n.º 644, BCE.

tipos de interés nominales a corto plazo en niveles muy reducidos. La gestión correcta de las expectativas relativas a la orientación futura de la política monetaria puede ser muy eficaz para conseguir el autoequilibrio de los tipos de interés reales ex ante. La capacidad del banco central de influir en las expectativas sobre la orientación futura de su política monetaria cuando se materialicen perturbaciones de carácter adverso puede estabilizar a medio plazo las expectativas de inflación del sector privado, presionando a la baja los tipos de interés reales y, por consiguiente, contribuyendo a una orientación aún más acomodaticia. Dentro de los estrechos límites de los modelos teóricos utilizados en la literatura, y según una serie de supuestos relativos al régimen de política fiscal, algún tipo de estrategia de fijación de un objetivo de nivel de precios llevaría a la práctica la política óptima y conseguiría reducir en la medida adecuada los tipos de interés reales ex ante<sup>4</sup>. Obsérvese que, en este planteamiento, el compromiso condicionado a una política dependiente de una senda establecida por el banco central se refiere a las perspectivas de los precios y no al instrumento de política monetaria.

Esta corriente de investigación económica muestra que el límite inferior de los tipos de interés nominales a corto plazo tiene importantes implicaciones para los resultados económicos y para la instrumentación óptima de la política monetaria, ya que los agentes muestran un comportamiento diferente si prevén que el límite podría ser vinculante. Al mismo tiempo, un marco de política monetaria basado en una definición clara del objetivo de estabilidad de precios y en una gestión cauta de las expectativas de inflación parece ser una herramienta eficaz para afrontar episodios de deflación, en caso de que se produzcan.

Los satisfactorios resultados de esta línea de investigación relativa a la capacidad de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de evitar espirales deflacionistas se reafirman si se dejan de lado los estrechos límites del modelo simple en el que se basan estos resultados. Ciertamente, la descripción del canal de aplicación de la política monetaria que se utiliza en este modelo, según el cual la política monetaria sólo actúa sobre la economía influyendo en la sustitución intertemporal del gasto privado, es excesivamente simplificada y, en concreto, no tiene en cuenta la gran variedad de tipos de interés que caracteriza el funcionamiento de los mercados de renta fija y de crédito en las economías avanzadas. En la práctica existen importantes fricciones financieras en la economía, que se reflejan en los diferenciales de crédito y de liquidez observados en los mercados financieros. En consecuencia, la política monetaria también puede ejercer cierta influencia sobre la evolución económica tratando de influir en estos diferenciales. En cambio, en el modelo simple aludido anteriormente, la determinación de los precios de los valores a largo plazo se basa en el supuesto de que la teoría de las expectativas de la estructura temporal de los tipos de interés es válida, de forma que el único canal mediante el cual la política monetaria puede influir en los tipos de interés a largo plazo es comprometiéndose con una senda para el tipo de interés a corto plazo futuro.

En líneas generales, en este recuadro se respalda el argumento expresado en el texto principal de que un marco estratégico claro y una política de gestión de las expectativas basada en dicho marco pueden actuar de línea de defensa eficaz contra las trampas de las expectativas. El éxito de estas herramientas depende fundamentalmente de la credibilidad de su aplicación, precisamente porque funcionan influyendo en las expectativas del sector privado. Esto pone de manifiesto la importancia de la coherencia

4 Estos argumentos se recogen formalmente en G. B. Eggertsson y M. Woodford (2003), «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 34, Issue 1, pp. 139-235, y K. Adam y R. M. Billi (2006), «Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38(7), pp. 1877-1905, por ejemplo.

y la eficacia de la comunicación del banco central. Se ha de subrayar, asimismo, que los bancos centrales pueden utilizar otras medidas de política monetaria, complementarias y que sirvan de refuerzo, para modificar las condiciones del crédito y respaldar la intermediación financiera, ya que los tipos de interés nominales a corto plazo pueden llegar a situarse en niveles muy reducidos ante la persistencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios<sup>5</sup>.

5 Véase D. Reifschneider y J. C. Williams (2000), «Three lessons for monetary policy in a low-inflation era», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17(4), pp. 145-166.

centrales nunca deben dejar de valorar que sus medidas de política monetaria tienen un efecto duradero para la formación de expectativas y, por tanto, para el comportamiento económico. La credibilidad del compromiso del Consejo de Gobierno para proporcionar estabilidad de precios mediante la aplicación de medidas de política coherentes y sistemáticas está fuertemente arraigada en la estrategia de política monetaria del BCE.

## 5 RETOS ASOCIADOS A LA GESTIÓN DE EXPECTATIVAS

### LA UTILIZACIÓN DE LA COMUNICACIÓN EN LA GESTIÓN DE EXPECTATIVAS

Como ya se ha mencionado, la evidencia procedente de encuestas sobre las expectativas del sector privado, al igual que las predicciones efectuadas en los bancos centrales, sugieren que gran parte del proceso de aprendizaje tiene lugar en la economía y que las expectativas parecen ser bastante heterogéneas entre los distintos agentes. Ciertamente, las expectativas a corto plazo del sector privado que se apartan del objetivo del banco central con frecuencia se deben simplemente a la información imperfecta disponible sobre el estado actual de la economía. En este contexto se han hecho algunas reflexiones sobre el uso de la comunicación como medio para reforzar la gestión de las expectativas.

Existe una tensión intrínseca, que los bancos centrales no pueden ignorar, entre su capacidad para gestionar las expectativas del sector privado y proporcionar orientación a los profesionales de los

mercados, por un lado, y su necesidad de aprender de los mercados, por otro. En la medida en que un banco central es eficaz al influir en las acciones de los agentes económicos mediante la señalización de sus intenciones, los participantes individuales en los mercados pueden verse alentados a conceder una importancia relativamente mayor a los anuncios de los bancos centrales que a su propia información privada al tomar decisiones<sup>11</sup>.

En consecuencia, el papel coordinador que puede desempeñar un banco central en el proceso de formación de expectativas debe utilizarse con cautela, ya que puede dar lugar a que se produzca un impacto desproporcionado de la opinión del banco central sobre el comportamiento económico. Por otra parte, si el banco central no reconoce que el valor informativo de las fuentes descentralizadas de valoración económica podría degradarse como resultado de su propio éxito en influir en las opiniones, unas expectativas de inflación ancladas podrían dar lugar a una sensación equivocada de tranquilidad. En ocasiones, esta complacencia podría enturbiar las señales de que se están formando expectativas poco razonables en algunos segmentos de la economía<sup>12</sup>.

Para mejorar el mecanismo de formación de expectativas y minimizar cualquier desajuste que se produzca entre las expectativas del sector privado

11 Véanse, por ejemplo, S. Morris y H. S. Shin (2002), «Social value of public information», *American Economic Review*, Vol. 92, No 5, pp. 1521-1534, y S. Morris y H. S. Shin (2005), «Central bank transparency and the signal value of prices», *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 36, Issue 2, pp. 1-66.

12 Véase también C. Borio y P. Lowe (2002), «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», Working Paper n.º 114, BPI.

y las intenciones del banco central, se ha propuesto que los bancos centrales proporcionen a los participantes en el mercado indicaciones cuantitativas razonablemente precisas sobre la probable senda futura de los tipos de interés oficiales más allá del muy corto plazo. Aunque es cierto que estas líneas de comunicación pueden hacer que las expectativas de los mercados y las consideraciones del banco central converjan en el momento en el que realiza el anuncio, existe preocupación sobre la viabilidad y la conveniencia de anunciar una senda probable futura específica de los tipos de interés oficiales<sup>13</sup>.

En cuanto a la viabilidad de que el banco central defina una senda futura de la orientación de la política monetaria, se ha observado que los comités que intervienen en la toma de decisiones pueden afrontar limitaciones operativas de carácter vinculante al tener que llegar a un acuerdo sobre la senda completa de los tipos de interés oficiales futuros, especialmente si tratan también de generar un consenso sobre las perspectivas económicas y sobre los riesgos para la consecución de los objetivos de política monetaria. Por lo que respecta a la conveniencia de que el banco central realice anuncios de este tipo, se ha señalado asimismo que la incertidumbre existente en torno a las perturbaciones económicas y al comportamiento macroeconómico hace que resulte muy difícil definir de manera precisa y fiable la magnitud y el calendario de los ajustes futuros de la orientación de la política monetaria. Por tanto, existe el riesgo de que los mercados y el público no comprendan plenamente la condicionalidad de la senda futura de la política monetaria anunciada a partir de la información y las valoraciones disponibles en el momento de realizar el anuncio. Como consecuencia de estos posibles malentendidos, las desviaciones frecuentes de la orientación de la política monetaria con respecto a la que se comunicó pueden hacer peligrar la credibilidad del banco central, así como socavar la confianza del público en la capacidad de predicción del banco central o en su compromiso para cumplir las promesas hechas en el pasado.

En última instancia, las ventajas y los costes de comunicar los posibles tipos de interés oficiales

futuros dependerán de la estructura y la complejidad de la economía, de la naturaleza y del grado de incertidumbre que deban afrontar los responsables políticos, y del marco institucional del banco central. Los problemas potenciales asociados a anunciar una senda de los tipos de interés pueden superar fácilmente a las ventajas. El BCE ha adoptado un enfoque bastante pragmático y flexible en su marco estratégico claramente definido, centrandose sus actividades de comunicación en la valoración de la situación del momento y de las perspectivas macroeconómicas que realiza el Consejo de Gobierno. Esto ha proporcionado una orientación clara para que los participantes en el mercado formen expectativas sobre la inflación, y ha constituido una base para comprender y prever la respuesta probable de la política monetaria a perturbaciones o a nueva información. Los estudios disponibles respaldan la conclusión de que la transparencia real y percibida de las valoraciones de los responsables políticos sobre el estado de la economía refuerza la previsibilidad de la política monetaria<sup>14</sup>.

## EXPECTATIVAS POCO RAZONABLES

La posibilidad de que se registren períodos prolongados de formaciones atípicas de precios en determinados segmentos de los mercados financieros plantea complejos desafíos para los bancos centrales.

Una corriente reciente de la literatura académica se ha centrado en el papel de las «expectativas poco razonables» sobre las oportunidades económicas futuras como una causa de fuertes fluctuaciones de los precios de los activos y de las condiciones económicas. Instintivamente, dado que los agentes económicos únicamente reciben señales imperfectas acerca, por ejemplo, de la evolución futura de la productividad, un exceso de optimismo sobre el progreso tecnológico futuro puede

13 Véase T. Blattner et al. (2008), «The predictability of monetary policy», Occasional Paper n.º 83, BCE.

14 Véase, por ejemplo, A. Weber (2008), «Communication, decision-making and the optimal degree of transparency of monetary policy committees», Discussion Paper n.º 02/2008, Deutsche Bundesbank.

conducir a fases en las que, previendo que se alcanzarán elevados beneficios en el futuro, los agentes acumulen capital con rapidez y los precios de los activos tiendan a aumentar. Cuando las expectativas no se cumplen se produce un brusco repliegue de la inversión, una corrección de los precios de los activos y, posiblemente, un drástico replanteamiento generalizado de las perspectivas económicas. Este fenómeno puede formalizarse en el contexto de modelos macroeconómicos estructurales bajo expectativas racionales, en los que se producen «*shocks* de información» acerca de variables económicas fundamentales que dan lugar a fluctuaciones agregadas<sup>15</sup>. Aunque la existencia de señales imperfectas en las que se sustentan las «expectativas poco razonables» no modifica la primacía de la estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria, algunos estudios recientes han planteado la posibilidad de una orientación procíclica inadecuada de la política monetaria si el banco central no consigue mantener su perspectiva de medio plazo y se centra excesivamente en resistir las presiones desinflacionistas a corto plazo derivadas de noticias positivas por el lado de la oferta<sup>16</sup>.

Desde una perspectiva operativa, la comunidad de bancos centrales ha considerado durante mucho tiempo que puede ser inapropiado contrarrestar los principales efectos secundarios de estas oleadas de expectativas exageradas o «poco razonables», concretamente los desajustes en los precios de los activos. En líneas generales, la información sobre la evolución de los precios de los activos siempre se ha considerado esencial para que un banco central se forme una opinión sólida acerca de si estos precios se han desviado con respecto a sus determinantes fundamentales y en qué medida.

No obstante, la profundidad de la crisis financiera actual pone en tela de juicio si es acertado ignorar los desajustes en los precios de los activos en la instrumentación de la política monetaria. Aunque las actividades de comunicación de los bancos centrales pueden contribuir a frenar la evolución de los precios de los activos, la crisis financiera demuestra asimismo que el impacto de tales comunicaciones públicas es limitado si no existen me-

canismos estratégicos de refuerzo aparte de una orientación cuantitativa de la estabilidad de precios. A este respecto, la estrategia de dos pilares del BCE constituye un instrumento que contribuye a limitar la tendencia de la política monetaria a ser procíclica en épocas de bonanza económica. A través del vínculo existente entre la evolución de los precios de los activos y la dinámica monetaria y crediticia, el análisis monetario incorpora indirectamente la evolución de los precios de los activos en la instrumentación de la política. Al realizar un seguimiento constante de la evolución de los mercados de activos y contrastarla con la de los mercados de crédito y la de una serie de indicadores de liquidez, el BCE puede contribuir, en una fase temprana, a limitar la posibilidad de que sigan aumentando las expectativas poco razonables sobre los precios de los activos<sup>17</sup>.

Ciertamente, la aplicación de políticas macroeconómicas orientadas hacia la estabilidad en todo el mundo es una condición necesaria para lograr la estabilidad financiera a escala global. Por tanto, es fundamental trabajar para tratar de corregir los puntos débiles de la supervisión macroeconómica global. Abordar la naturaleza procíclica de las políticas macroeconómicas, así como desarrollar mecanismos de incentivos que amplíen el horizonte temporal en el que se centran los participantes en los mercados financieros, contribuiría a crear estabilizadores automáticos conducentes al equilibrio en el núcleo del sistema financiero.

## LAS TRAMPAS DE LAS EXPECTATIVAS

Las «trampas de las expectativas» han sido objeto de estudio como una explicación teórica de las situaciones en las que los cambios en las creencias

15 Véase, por ejemplo, P. Beaudry y F. Portier (2004), «An exploration into Pigou's theory of cycles», *Journal of Monetary Economics*, Vol.51, pp. 1183-1216.

16 Véase L. Christiano, C. Ilut, R. Motto y M. Rostagno, (2008) «Monetary policy and stock market boom-bust cycles», Working Paper n.º 955, BCE.

17 Véanse el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005, y C. Borio (2008), «The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations», Working Paper n.º 251, BPI.

del sector privado en torno al rumbo futuro de la inflación se validan a posteriori, produciéndose desviaciones considerables y prolongadas con respecto a la estabilidad de precios como consecuencia de interacciones distorsionadas entre los agentes económicos y la autoridad monetaria. Las trampas de las expectativas pueden conducir a unas tasas de inflación excesivamente elevadas o, más raramente, a episodios prolongados de deflación. En los veinte últimos años, los bancos centrales han desarrollado, a través de un largo y fructífero proceso de reformas institucionales, salvaguardias que han incorporado a sus marcos estratégicos, para evitar caer en trampas de expectativas.

Aunque la interpretación de muchos episodios de la historia económica en los que las expectativas de inflación han manifestado inestabilidad al alza o a la baja todavía está abierta, muy a menudo es evidente el papel desempeñado por regímenes de política monetaria mal enfocados al tolerar la emergencia y la persistencia de inestabilidad en las expectativas. La «gran inflación» de los años setenta en muchos países se considera paradigmática de una situación en la que la inestabilidad al alza de las expectativas de inflación a largo plazo complicó seriamente la instrumentación de la política monetaria y se tradujo en malos resultados macroeconómicos. La hipótesis de que la economía estadounidense cayó en una trampa de expectativas a finales de la década de los sesenta y principios de los setenta ha sido respaldada en varios trabajos de investigación<sup>18</sup>. En muchos de estos episodios, el doble mensaje al público en general fue bien que el banco central no estaba en posición de restablecer la estabilidad de precios, a menos que otros actores económicos hubieran actuado primero, o que el banco central podría haber recuperado el control de la dinámica de la inflación, pero los costes a corto plazo de hacerlo se consideraron demasiado elevados y adversos. En consecuencia, las causas de la gran inflación pueden retrotraerse a la falta de un marco institucional adecuado que podría haber neutralizado la percepción del público de que ninguna reacción de la política monetaria acabaría con los altos y persistentes niveles de inflación.

Es posible que la gran inflación se hubiera evitado

si se hubiesen aplicado políticas macroeconómicas alternativas. El hecho de que ni Alemania ni Suiza registraran la gran inflación en la misma medida que muchos otros países probablemente se deba a los diferentes enfoques adoptados en la gestión de la política macroeconómica, y pone de manifiesto las ventajas de un marco sólido de política, que incluye una determinación firme de resistir presiones inflacionistas<sup>19</sup>.

Las trampas de las expectativas también se han estudiado en un contexto de expectativas de deflación con unos tipos de interés nominales a corto plazo muy reducidos. La deflación es una caída de los precios que se autoperpetúa durante un período prolongado de tiempo y en la que la fuerte contracción de la demanda agregada se ve reforzada por expectativas arraigadas de nuevas bajadas de los precios y por el aplazamiento de los planes de gasto. El análisis de los muy raros episodios históricos en los que parecen haberse producido estas espirales a la baja y los progresos realizados en el ámbito de la teoría económica sugieren que la política monetaria ejerce una influencia considerable sobre la evolución económica y que puede evitar la aparición de una dinámica deflacionista, o poner fin a la misma si ésta se generase.

El principal instrumento de prevención es un marco de política monetaria orientado hacia el logro de una definición numérica de estabilidad de precios. En ninguno de los pocos episodios del pasado lejano en los que espirales deflacionistas representaron una amenaza para la estabilidad de la economía de mercado se percibió el banco central como guardián de la estabilidad de precios. En tales episodios, la formación de precios y salarios propagó y prolongó las perturbaciones originales que causaron efectos negativos sobre los precios, ya que sólo se buscó orientación acerca de las expectativas de precios y salarios en la evolución pasada de la inflación, en lugar de en las intencio-

18 Véase, en particular, L. Christiano y C. Gust (2000), «The expectations trap hypothesis», *Economic Perspectives*, Reserva Federal de Chicago, Vol. 25 (2), pp. 21-39.

19 A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding y O. Issing (2009), «Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods», Working Paper n.º 1020, BCE.

nes del banco central. En cambio, un firme anclaje de las expectativas en la formación de precios y salarios puede romper este mecanismo de propagación potencialmente extraordinario y restablecer los factores conducentes al equilibrio en una fase temprana del proceso.

Los bancos centrales siguen siendo poderosos incluso cuando el ajuste de la política monetaria realizado a través de canales convencionales se agota. En primer lugar, la influencia de las medidas de política monetaria sobre la economía no puede resumirse en sus modificaciones de los tipos de interés a muy corto plazo. Más bien, los tipos de interés a plazos más largos son mucho más importantes para las decisiones de gasto y de inversión de los hogares y las empresas. El vínculo fundamental entre los tipos de interés oficiales y los tipos a largo plazo es la formación de expectativas por parte del sector privado, que pueden resultar influidas por un banco central comprometido con la estabilidad de precios. En segundo lugar, también pueden adoptarse medidas para influir en los diferenciales y en los flujos de crédito en un entorno de tipos de interés a corto plazo muy bajos. Por consiguiente, incluso en caso de que haya riesgos persistentes a la baja para la estabilidad de precios, la adopción de medidas contundentes, junto con un seguimiento claro de las expectativas, son fundamentales para reafirmar la determinación del banco central de mantener la estabilidad de precios.

En la zona del euro, la atribución de la política monetaria a un banco central independiente con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, la definición cuantitativa de estabilidad de precios y la orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE constituyen sólidos baluartes frente a la desestabilización de las expectativas de inflación. La credibilidad del banco central en lo que respecta a proporcionar estabilidad de precios a medio plazo es un activo muy valioso en épocas de turbulencias. En tiempos de crisis, el BCE actúa como un ancla de confianza, permitiendo que los agentes económicos realicen proyecciones para el futuro con la seguridad de que su poder adquisitivo se preservará.

## 6 CONCLUSIONES

Uno de las prácticas más importantes de los bancos centrales modernos es gestionar y realizar un seguimiento de las expectativas del sector privado. Los bancos centrales deben tener presente en todo momento el horizonte de medio plazo relevante para la política monetaria, teniendo en cuenta el efecto duradero de sus decisiones para las expectativas. Al sopesar sus medidas, las expectativas del sector privado tienen una importancia primordial, debido, entre otras cosas, a que tienen consecuencias para la evolución económica del momento y para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El mantenimiento de la estabilidad de precios en muchos países durante casi dos décadas tiene su origen, en parte, en el pleno reconocimiento del papel fundamental que desempeñan las expectativas en el comportamiento macroeconómico y en la instrumentación de la política monetaria.

El diseño de la estrategia de política monetaria del BCE se basó en el reconocimiento del papel de las expectativas como un factor determinante clave de los resultados macroeconómicos. La citada estrategia proporciona una definición cuantitativa de la estabilidad de precios, que actúa como punto de referencia de las expectativas a largo plazo del sector privado y tiene una clara orientación a medio plazo, evitando con ello un activismo excesivo y la introducción de volatilidad innecesaria en la economía real. La exhaustividad del análisis en el que se basan las decisiones del Consejo de Gobierno, que se sustenta en los dos pilares de la estrategia y se refleja en la comunicación detallada sobre cómo trata de alcanzar sistemáticamente su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios, permite la formación de expectativas coordinadas de una instrumentación previsible de la política monetaria por parte del público en general y los participantes en el mercado. Esto tiene implicaciones positivas de largo alcance para la evolución de las expectativas durante el ciclo y para que la política monetaria consiga mantener la estabilidad de precios.

El diseño de la política monetaria afronta retos extraordinarios. La crisis financiera actual pone en tela de juicio la pertinencia de ignorar expectativas poco razonables incorporadas en los precios de los activos, y puede que haga necesario reforzar los mecanismos estratégicos más allá de un objetivo cuantitativo de

estabilidad de precios. El BCE, principalmente mediante el análisis monetario de su estrategia de política monetaria, está bien situado para detectar la acumulación de desajustes en los precios de los activos en una fase temprana mientras la inflación observada y esperada se mantiene bajo control.