

LA «GRAN INFLACIÓN»: ENSEÑANZAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

ARTÍCULOS

La «Gran inflación»: enseñanzas para la política monetaria

En este artículo se analizan las principales causas subyacentes de la «Gran Inflación» de los años setenta y se señalan las enseñanzas básicas que han de extraerse de la misma para la política monetaria. La evidencia apunta a que los errores de política monetaria desempeñaron un papel crucial en generar la Gran Inflación. En primer lugar, la comparación entre la experiencia de Estados Unidos y la de Alemania¹ y Suiza —que aplicaron en los años setenta una política monetaria «estricta», explícitamente destinada a mantener la inflación bajo control— arroja serias dudas sobre la explicación de la «mala suerte» que brinda la sabiduría convencional, según la cual la Gran Inflación fue simplemente el resultado de una serie de importantes perturbaciones negativas de la oferta. En segundo lugar, el hecho de que el inicio de la Gran Inflación en Estados Unidos a mediados de los años sesenta preceda las fuertes perturbaciones negativas de la oferta de comienzos de los años setenta plantea un problema fundamental para las explicaciones que atribuyen el brote de inflación a estas perturbaciones. En tercer lugar, se ha argumentado, convincentemente, que los aumentos de los precios del petróleo por parte de la OPEP en 1973 y 1979 solo podían haberse producido en la situación de expansión mundial de la liquidez asociada al colapso de Bretton Woods.

Por consiguiente, la Gran Inflación proporciona varias importantes enseñanzas para la formulación de la política monetaria. En primer lugar, un ancla nominal sólida y creíble es esencial para mantener las expectativas de inflación firmemente asentadas. En efecto, una razón básica del éxito de Alemania en los años setenta fue que, tras el colapso de Bretton Woods, este país adoptó rápidamente una nueva ancla nominal en forma de objetivos monetarios. Sin embargo, la estabilidad de las expectativas de inflación no debe nunca darse por sentada y requiere un seguimiento continuo y atento por parte de la autoridad monetaria. En particular, la experiencia de Estados Unidos en la segunda mitad de los años sesenta muestra claramente que, a falta de una definición precisa del objetivo de política monetaria, bastan unos años con datos de inflación sistemáticamente desalentadores para desanclar rápidamente las expectativas de inflación. Una segunda enseñanza importante se refiere a los peligros que surgen a la hora de gestionar la política monetaria, al confiar en exceso en indicadores no observados, cuya medición es, por lo tanto, intrínsecamente deficiente, como la brecha de producción. A este respecto, la experiencia alemana de los años setenta es especialmente interesante: en este período se observaron en Alemania problemas de errores de medición de la brecha de producción de magnitud similar a los de Estados Unidos, pero la estrategia de política monetaria adoptada por el Deutsche Bundesbank minimizó su impacto sobre la política monetaria. Por último, la experiencia de la Gran Inflación refutó claramente el concepto de correlación aprovechable entre la inflación y la actividad económica, que formaba parte de la sabiduría convencional en la macroeconomía en los años sesenta.

I INTRODUCCIÓN

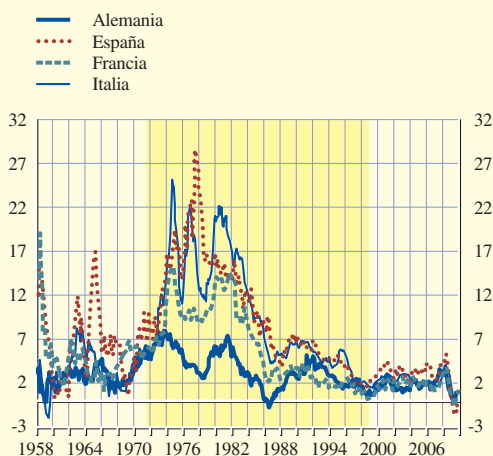
Junto con la Gran Depresión, la Gran Inflación fue uno de los fracasos más serios de la política monetaria del siglo veinte. Con algunas notables excepciones (ante todo, Alemania y Suiza), en los años setenta las tasas de inflación interanual alcanzaron niveles superiores al 10% en toda la OCDE. El gráfico 1 muestra las tasas de inflación interanual medida por el IPC de los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro en el período comprendido entre enero de 1958 y diciembre de 2009. Mientras que el nivel máximo de inflación se situó en Ale-

mania en el 7,8%, en Francia, Italia y España se alcanzaron cotas máximas del 15,2%, 25,2% y 28,5%, respectivamente. Un cuarto de siglo después de que la Gran Inflación concluyera con la desinflación de principios de los años ochenta, este episodio sigue siendo uno de los más investigados de la historia económica², y ha de tenerse en cuenta a la hora de formular la política monetaria.

- 1 En todo este artículo, «Alemania» se refiere a la anterior República Federal de Alemania.
- 2 Véase, por ejemplo, Bordo, M. y Orphanides, A. (eds.), *The Great Inflation*, The University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, de próxima publicación.

Gráfico I Tasas de inflación medidas por el IPC en determinados países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bundesbank e *International Financial Statistics* del FMI.
Nota: La zona sombreada representa el período comprendido entre el colapso de Bretton Woods y el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

En este artículo se analizan las principales causas subyacentes de la «Gran Inflación» de los años setenta y se señalan las enseñanzas básicas que han de extraerse de la misma para la política monetaria. En general, la evidencia apunta a que los errores de política monetaria desempeñaron un papel crítico en generar la Gran Inflación. En primer lugar, la comparación entre la experiencia de Estados Unidos y la de Alemania y Suiza —que siguieron en los años setenta una política monetaria «estricta», explícitamente destinada a mantener la inflación bajo control— arroja serias dudas sobre la explicación de la «mala suerte» que brinda la sabiduría convencional, según la cual la Gran Inflación fue simplemente el resultado de una serie de importantes perturbaciones negativas de la oferta. En segundo lugar, el hecho de que el inicio de la Gran Inflación en Estados Unidos a mediados de los años sesenta preceda las fuertes perturbaciones negativas de la oferta de los años setenta plantea un problema fundamental para las explicaciones que atribuyen el brote de inflación a estas perturbaciones. En tercer lugar, se ha argumentado, convincentemente, que los aumentos de los precios del petróleo por parte de la OPEP en 1973 y 1979 solo podían haberse producido en la situa-

ción de expansión mundial de la liquidez asociada al colapso de Bretton Woods.

La Gran Inflación proporciona varias importantes enseñanzas para la política monetaria. En particular, pone claramente de manifiesto la relevancia de un ancla nominal creíble para mantener las expectativas de inflación firmemente asentadas, así como los peligros que surgen a la hora de gestionar la política monetaria, al confiar en exceso en indicadores no observados, cuya medición es, por lo tanto, intrínsecamente deficiente, como la brecha de producción. Finalmente, la Gran Inflación refutó claramente el concepto de correlación aprovechable entre la inflación y la actividad económica en algún nivel «natural», que formaba parte de la sabiduría convencional en la macroeconomía en los años sesenta.

2 CAUSAS DE LA GRAN INFLACIÓN

La Gran Inflación de los años setenta es un episodio históricamente único. Aunque se habían producido anteriormente episodios de inflación elevada, e incluso de hiperinflación, siempre habían estado asociados a guerras, guerras civiles o revoluciones, con la consiguiente necesidad por parte de los Gobiernos de financiar abultados déficits presupuestarios por medio del señoreaje (es decir, mediante la emisión de moneda)³. Por el contrario, tal y como destaca Bradford De Long refiriéndose a Estados Unidos⁴, la Gran Inflación es el único caso histórico de episodio inflacionista prolongado, persistente y de gran envergadura en tiempos de paz. Por su parte, en su excursus histórico sobre la evolución de los regímenes monetarios de Estados Unidos desde la Guerra Civil (1861-1865), Robert Barro⁵ señala que la Gran Inflación coincidió con la eliminación total de todo vínculo entre

3 Véase, principalmente, Dornbusch, R. y Fischer S., «Stopping Hyperinflation, Past and Present», *Weltwirtschaftliches Archiv*, abril de 1986.

4 Véase De Long, B.J., «America's Peacetime Inflation: the 1970s», en Romer, C. y Romer, D. (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, The University of Chicago Press 1997.

5 Véase Barro, R.J., «United States Inflation and the Choice of a Monetary Standard», en Hall, R.E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press 1982.

el dinero y un bien físico, como el oro o la plata, que había proporcionado durante siglos una sólida ancla nominal que permitía estabilizar las expectativas de inflación: «En períodos anteriores a 1965, el régimen monetario garantizaba cierta estabilidad a largo plazo del crecimiento monetario y, por ende, de la inflación a largo plazo, lo que limitaba, a su vez, los efectos de cambios en las expectativas de inflación [...]. Aunque en algunas ocasiones precedentes Estados Unidos se había desvinculado de un patrón oro o plata, estos episodios se habían producido en tiempos de guerra y podían considerarse razonablemente como hechos transitorios. El período transcurrido desde 1971 parece ser la primera vez que hemos eliminado completamente, de cara tanto al presente como al futuro, el vínculo entre nuestra moneda y un bien físico. [...] Si este escenario es correcto, el problema de la inflación debe analizarse en términos de cambios en la estructura monetaria básica.»

En este pasaje, Barro señala una enseñanza fundamental de la Gran Inflación, es decir, la necesidad de diseñar las instituciones monetarias de tal manera que proporcionen una sólida ancla para las expectativas de inflación. Tal y como se indica más adelante, el éxito de Alemania en los años setenta y la capacidad de los países avanzados para mantener la inflación en niveles reducidos y estables tras la desinflación de comienzos de los años ochenta han dependido de forma significativa de la existencia de tal ancla. Además, el diseño de marcos monetarios como la Unión Económica y Monetaria y la formulación de objetivos de inflación reflejan precisamente esta enseñanza fundamental de la Gran Inflación.

PRINCIPALES HECHOS MACROECONÓMICOS DE ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA

Los gráficos 2 y 3 se refieren a Estados Unidos y Alemania, respectivamente, y muestran, para el período comprendido entre enero de 1965 y diciembre de 1984, la inflación interanual medida por el IPC, los tipos de interés nominales, los tipos de interés reales ex post (que proporcionan una medida, simple e independiente de los modelos, de la orientación de la política monetaria), las tasas de variación interanual de los componentes de

alimentos y energía del IPC, el crecimiento del PIB real y el tipo de cambio efectivo nominal (TCE nominal)⁶.

El panel superior izquierdo del gráfico 2 pone de manifiesto una regularidad empírica básica de la Gran Inflación de Estados Unidos. A partir de principios de 1965, la inflación se elevó, desde un nivel ligeramente superior al 1%, hasta el máximo del 6,4% registrado en febrero de 1970. Posteriormente, tras descender temporalmente, hasta situarse en un nivel mínimo del 2,9% en agosto de 1972, la inflación volvió a subir, alcanzando el 8,1% en octubre de 1973 (fecha de la primera perturbación de los precios del petróleo). Ello sugiere claramente que la economía estadounidense se encontraba ya en una senda de inestabilidad mucho antes de sufrir las perturbaciones de los precios del petróleo.

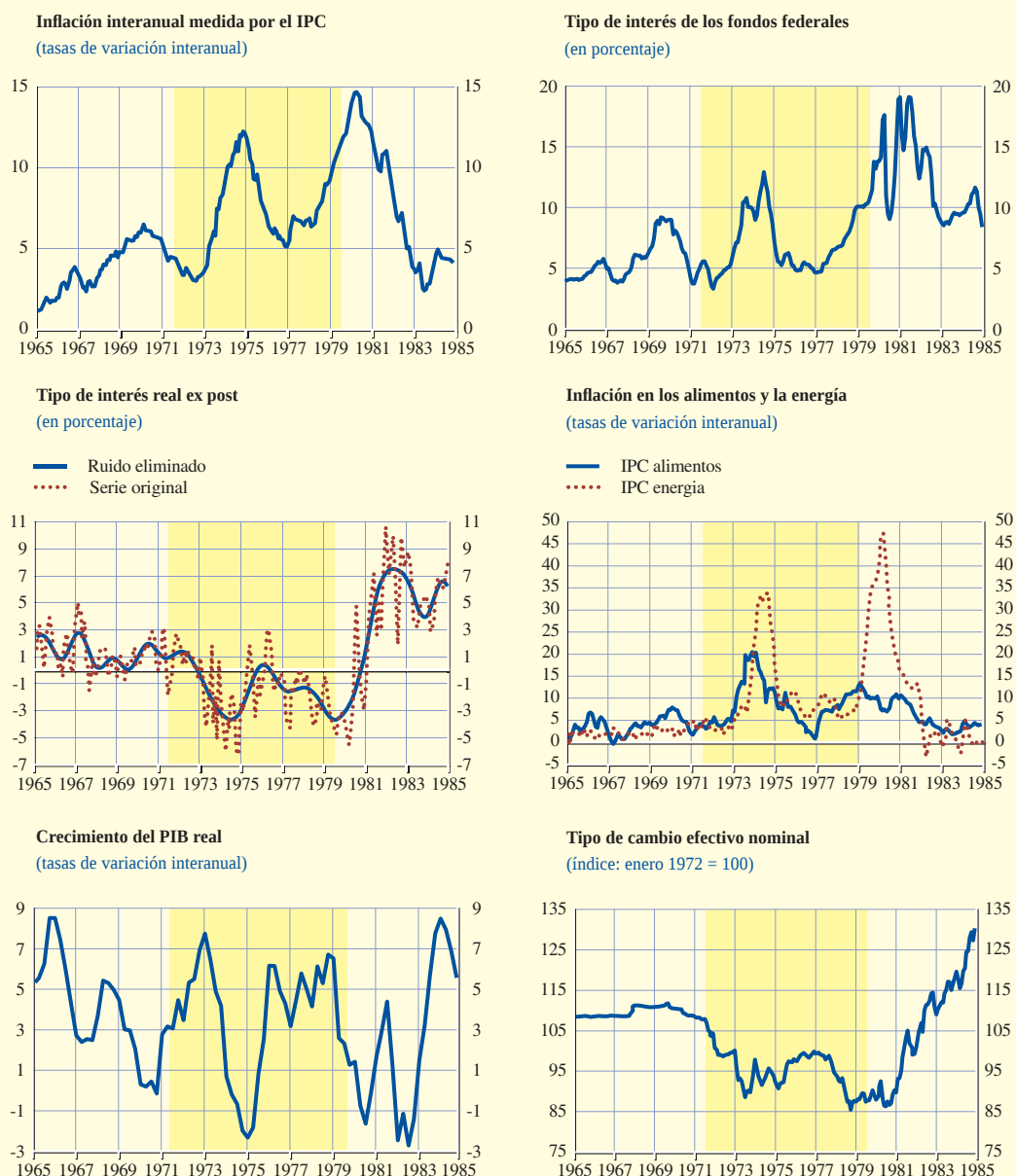
Tal y como indican Levin y Taylor⁷, esta deriva al alza de la inflación estuvo acompañada de un desanclaje progresivo de las expectativas de inflación, no solo a corto plazo sino también en horizontes temporales más largos. Concretamente, tras mantenerse muy estables, hasta 1965 aproximadamente, las expectativas de inflación a largo plazo de Estados Unidos empezaron a mostrar una progresiva deriva al alza en la segunda mitad de los años sesenta, disminuyeron temporalmente en la primera mitad de los años setenta, y se fueron elevando rumbo al 10% en la segunda mitad de los años setenta, cuando la propia inflación estaba aumentando de forma acelerada, hasta alcanzar un nivel máximo del 14,6% en marzo de 1980. El despegue de las expectativas de inflación en la segunda mitad de los años sesenta se reflejó en el crecimiento de los salarios nominales. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora en el sector industrial no agrícola aumentó, desde el 3,6% del primer trimes-

6 Los tipos de interés reales ex post se han calculado como la diferencia entre los tipos de interés nominales y la inflación medida por el IPC. Para facilitar la lectura, el gráfico incluye una versión filtrada de la serie, de la que se han eliminado los componentes de elevada frecuencia, utilizando el filtro pasabanda propuesto en Christiano, L.J. y Fitzgerald T., «The Band-Pass Filter», *International Economic Review*, 44 (2), pp. 435-465, 2003.

7 Véase Levin, A. y Taylor, J., «Falling Behind the Curve: A Positive Analysis of Stop-Start Monetary Policies and the Great Inflation», en Bordo y Orphanides, op cit.



Gráfico 2 Selección de datos macroeconómicos de Estados Unidos



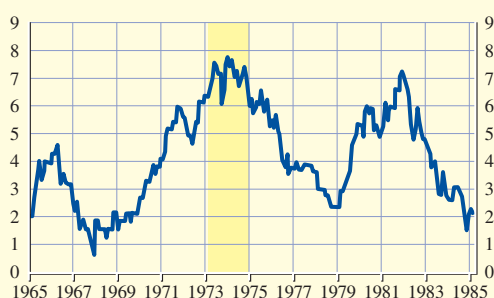
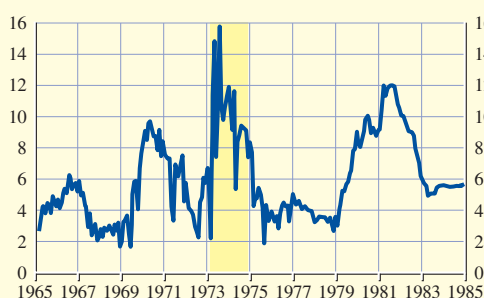
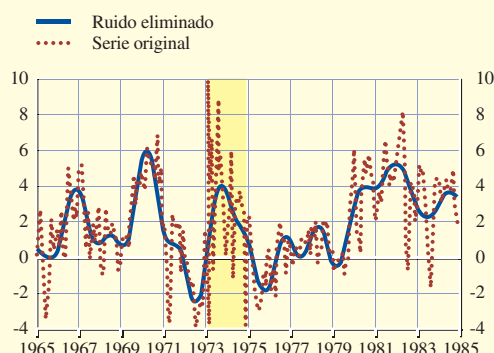
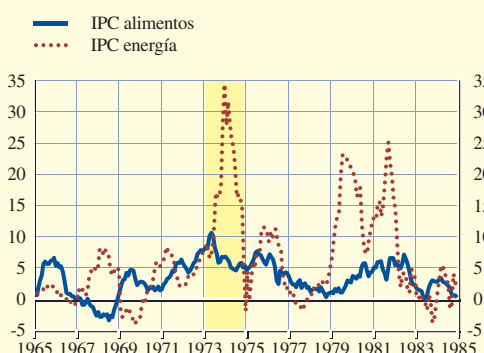
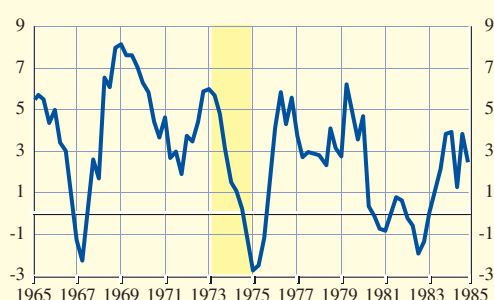
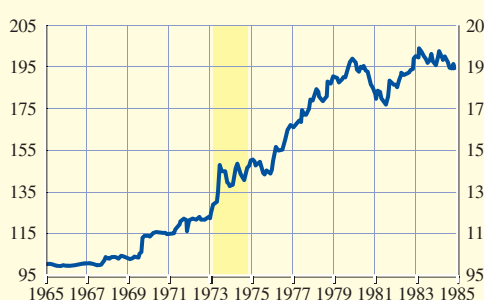
Fuentes: Reserva Federal, *International Financial Statistics* del FMI y cálculos del BCE.

Nota: La zona sombreada representa el período comprendido entre el colapso de Bretton Woods y el inicio de la presidencia de la Reserva Federal por Paul Volcker.

tre de 1965 hasta el máximo del 8,4% registrado en el cuarto trimestre de 1968, y continuó elevándose en los años siguientes, hasta alcanzar niveles máximos del 11,3% tanto en el primer trimestre de 1975 como en el cuarto trimestre de 1980.

Los discursos y declaraciones realizados por los presidentes de la Reserva Federal ante el Congreso de Estados Unidos en la segunda mitad de los años sesenta y a principios de los setenta confirman la existencia de temores generalizados res-

Gráfico 3 Selección de datos macroeconómicos de Alemania

Inflación interanual medida por el IPC
(tasas de variación interanual)Tipo de interés nominal
(en porcentaje)Tipo de interés real ex post
(en porcentaje)Inflación en los alimentos y la energía
(tasas de variación interanual)Crecimiento del PIB real
(tasas de variación interanual)Tipo de cambio efectivo nominal
(índice: enero 1965 = 100)Fuentes: Bundesbank, BPI, *International Financial Statistics* del FMI y cálculos del BCE.

Nota: La zona sombreada representa el período comprendido entre el abandono por Alemania de su vinculación al dólar y el anuncio por el Bundesbank de su primer objetivo monetario.

pecto a que Estados Unidos pudiera entrar en una peligrosa espiral inflacionista. Por ejemplo, en marzo de 1969, en su declaración ante el Comité Económico Conjunto del Congreso de Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal Mar-

tin observó que «salvo un breve respiro a principios de 1967, desde mediados de 1965 hemos venido sufriendo un recalentamiento de la economía y un aumento de las expectativas de inflación. [...] Está claro que, en estos momentos, nuestro princi-

pal problema económico es la inflación y la expectativa generalizada de inflación.»⁸

En mayo de 1970, justo unas semanas antes de ser nombrado presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns declaró ante la American Bankers Association: «Estamos viviendo actualmente en un clima inflacionista. [...] En estas circunstancias, no debería sorprendernos que muchos hombres de negocios y consumidores crean que la inflación es inevitable.»⁹

¿Cuál era el origen de estas presiones inflacionistas? La evidencia del panel intermedio derecho del gráfico 2 sugiere que la contribución de los precios de la energía al aumento de la inflación de la segunda mitad de los años sesenta fue comparativamente reducida. La tasa de variación interanual del componente energético del IPC osciló, con cambios de escasa entidad, entre el 0% y el 3,7%. Por otro lado, los precios de los alimentos parecen haber contribuido en una medida no desdeñable a la escalada de la inflación. En primer lugar, la inflación en forma de joroba de 1965-1966 (cuando la inflación medida por el IPC general aumentó, desde el 1,3% de enero de 1965, hasta un máximo del 3,8% en septiembre de 1966) estuvo precedida de una joroba similar de la inflación en los alimentos, que alcanzó un máximo del 6,6% en marzo de 1966. En segundo lugar, la posterior joroba de la inflación medida por el IPC estuvo acompañada de una rápida aceleración de la inflación en los alimentos, que se elevó, desde el -0,3% de abril de 1967, hasta un máximo del 7,8% en febrero de 1970. A partir de entonces, los precios de los alimentos continuaron ejerciendo fuertes presiones inflacionistas sobre la economía estadounidense (especialmente en 1974, cuando la inflación en los precios de los alimentos alcanzó un nivel máximo superior al 20%), pero su impacto quedó eclipsado por el de la energía. Los efectos de las perturbaciones de los precios del petróleo de los años 1973 y 1979 se reflejan claramente en los datos.

Tampoco hay que infravalorar la contribución de la política fiscal a la Gran Inflación de Estados Unidos. En la segunda mitad de los años sesenta,

la decisión del Presidente Johnson de proseguir tanto con la guerra de Vietnam como con los programas de gasto de la «Gran Sociedad», sin un aumento correspondiente de los impuestos, contribuyó a incrementar las presiones inflacionistas de forma generalizada¹⁰. Las cifras de déficit presupuestario ajustado del ciclo y neto de pagos de intereses publicadas por la Oficina de Presupuesto del Congreso (una medida simple del estímulo fiscal proporcionado a la economía), que habían oscilado entre el 0,1% y el 0,3% del PIB potencial entre 1962 y 1965, se elevaron rápidamente hasta el 1,6% en 1966, alcanzando un máximo del 3,7% en 1968, antes de disminuir en los años siguientes, hasta fluctuar entre el 0,4% y el 1,8% del producto potencial en los años setenta. En consecuencia, la política fiscal parece haber tenido, en general, una orientación estimulativa a lo largo de la Gran Inflación.

En el caso de Alemania, las presiones inflacionistas observadas en la segunda mitad de los años sesenta parecen haber mostrado un patrón prácticamente opuesto al registrado en Estados Unidos. En efecto, las presiones generadas por la energía fueron más fuertes, y las ejercidas por los alimentos fueron comparativamente más reducidas (el componente de alimentos del IPC experimentó incluso un descenso durante varios meses). Una diferencia fundamental entre Estados Unidos y Alemania durante la Gran Inflación es que, mientras que el TCE nominal de Alemania registró una importante apreciación durante la mayor parte de la década, el de Estados Unidos se depreció de forma significativa, de modo que, hacia el final de los años setenta, el TCE nominal de Alemania era casi

8 Véase McChesney Martin, W., Jr., *Statement Before the Joint Economic Committee*, 25 de marzo de 1969.

9 Véase Burns, A.F., *Inflation: The Fundamental Challenge to Stabilisation Policies*, comentarios de Arthur F. Burns, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, antes de la XVII Conferencia Monetaria Anual de la American Bankers Association, Hot Springs, Virginia, 18 de mayo de 1970.

10 La idea de que el despegue de la inflación estadounidense observado en la segunda mitad de la década de los sesenta se debió, en parte, a la excesiva presión sobre los recursos creados por los programas de gasto de la «Gran Sociedad» viene asociada indisolublemente al presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns. Véanse, en particular, varias de las conferencias recopiladas en Burns, A.F., *Reflections of an Economic Policy Maker: Speeches and Congressional Statements, 1969-1978*, Washington: American Enterprise Institute, AEI Studies n.º 217, 1978.

el doble que el observado en enero de 1965, mientras que el de Estados Unidos era en torno a un 20% menor. El papel relevante que desempeñó la apreciación del TCE nominal en proteger (parcialmente) la economía alemana de las presiones inflacionistas procedentes de los mercados internacionales de materias primas se desprende claramente de la comparación de los aumentos del componente de «electricidad, gas y combustibles» del IPC alemán en la época de la primera y segunda perturbaciones de los precios del petróleo. Después de que Alemania abandonara la vinculación al dólar en marzo de 1973, su TCE nominal se apreció rápidamente, y luego fluctuó comparativamente poco hasta 1976, año en que empezó un período de rápida apreciación que duró hasta finales de 1979. La relativa estabilidad del TCE nominal alemán en la época de la primera perturbación de los precios del petróleo, y su rápida apreciación en la época de la segunda, explican por qué, aunque la inflación en el componente energético del IPC fue más alta en Estados Unidos en el segundo episodio que en el primero, en Alemania sucedió lo contrario. El diferente comportamiento del TCE nominal de Alemania y de Estados Unidos durante la Gran Inflación ilustra la importancia de un tipo de cambio fuerte para proteger la estructura nacional de costes de producción de las perturbaciones negativas de la oferta originadas en los mercados mundiales: entre el colapso de Bretton Woods y diciembre de 1979, los componentes de alimentos y energía del IPC estadounidense aumentaron un 104% y un 187%, respectivamente, mientras que los componentes de alimentos y electricidad, gas y combustibles del IPC alemán se elevaron un 42% y un 108%, respectivamente. El destacado papel desempeñado por el tipo de cambio centra naturalmente la atención en las diferencias entre las estrategias de política monetaria seguidas por los bancos centrales de estos dos países durante la Gran Inflación.

Como muestra el panel intermedio izquierdo del gráfico 2, en Estados Unidos el tipo de interés real ex post fue positivo, aunque comparativamente muy bajo, durante la mayor parte del período comprendido entre enero de 1965 y el colapso de Bretton Woods en agosto de 1971. Luego se tornó

negativo, situación en la que se mantuvo todo el tiempo entre agosto de 1971 y el inicio de la desinflación en octubre de 1979. El hecho de que la orientación de la política monetaria estadounidense fuera tan laxa que se aplicaron sistemáticamente tipos de interés reales negativos a lo largo de la Gran Inflación suscita dos consideraciones. En primer lugar, ofrece una explicación de la mencionada depreciación del TCE nominal de Estados Unidos tras el colapso de Bretton Woods. Como pone de manifiesto el gráfico 2, el TCE nominal de Estados Unidos muestra efectivamente una correlación muy acusada con la evolución del tipo de interés real ex post durante todo el período examinado, observándose que el TCE nominal se aprecia claramente solo después de subidas de los tipos de interés asociadas a la desinflación de Volcker. En segundo lugar, tal y como señalan Clarida, Gali, y Gertler¹¹ en su análisis de los factores que influyeron en la Gran Inflación de Estados Unidos, la relajación de la política monetaria estadounidense en los años setenta sugiere decididamente que — pese al evidente impacto inflacionista de las perturbaciones de los precios de los alimentos y, sobre todo, de los del petróleo durante esa década— una política monetaria excesivamente acomodaticia podría haber desempeñado un papel crucial en permitir el despegue y mantenimiento de la inflación en Estados Unidos. Clarida et al., en particular, documentaron una debilidad fundamental de la política monetaria estadounidense durante el período anterior al nombramiento de Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal, concretamente, el no haber cumplido el denominado «principio de Taylor» (el macroeconomista americano John Taylor)¹², según el cual los tipos de interés nominales deberían responder con movimientos más que proporcionales a la inflación (esperada)¹³. El hallazgo de que, antes del nombramiento de Volcker, la política monetaria estadounidense no había luchado contra la

11 Véase Clarida, R., Gali, J. y Gertler, M., «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory», *Quarterly Journal of Economics*, CXV(1), 2000, pp.147-180.

12 Véase Taylor, J.B., «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, pp.195-214.

13 El fundamento del «principio de Taylor» es que, a fin de estabilizar la inflación, todo aumento (esperado) de la inflación debería ser contrarrestado por una elevación del tipo de interés real (esperado).

inflación con suficiente vigor ha quedado confirmado posteriormente por varios análisis mucho más sofisticados¹⁴, y representa uno de los elementos básicos para interpretar y explicar la Gran Inflación de Estados Unidos.

En Alemania, en el período previo al colapso de Bretton Woods, los tipos de interés reales ex post fueron sistemáticamente más altos que en Estados Unidos, lo que pone de relieve la orientación más firme adoptada por el Bundesbank en aquellos años. Tras la primera perturbación de los precios del petróleo, el Bundesbank intentó evitar efectos de segunda vuelta mediante la «persuasión moral», pero con escaso éxito. Los interlocutores sociales ignoraron, en gran medida, las señales procedentes del banco central y acordaron importantes aumentos de los salarios nominales, lo que elevó la inflación y el desempleo¹⁵. Sin embargo, como se observa claramente en el gráfico 3, el nivel máximo de inflación, el 7,8%, registrado en Alemania a mediados de los años setenta fue mucho más bajo que el 12,2% alcanzado en Estados Unidos. En los años siguientes, el Bundesbank aprovechó al máximo la libertad de acción que había ganado al verse relevado, en marzo de 1973, de la obligación de defender la paridad con el dólar, adoptando una política antiinflacionista, que era la adecuada habida cuenta de su situación interna¹⁶. Ello le permitió rebajar la inflación, hasta situarla en el 2,1% en septiembre de 1978, y limitar al 7,5% el pico inflacionista registrado en octubre de 1981, tras la segunda perturbación de los precios del petróleo. A este respecto, la eficaz gestión del impacto de la segunda perturbación de los precios del petróleo dependió, en buena parte, de las enseñanzas extraídas del fracaso de la «persuasión moral» para controlar los efectos de segunda vuelta tras la perturbación de 1973¹⁷. Consciente de esta experiencia, el Bundesbank adoptó una política monetaria mucho más dura, que se reflejó en el tipo de interés real ex post (filtrado), que alcanzó un nivel máximo rondando el 6% en 1982. En línea con lo señalado anteriormente en relación con la evolución del TCE nominal de Estados Unidos en los años setenta, la orientación más firme de la política monetaria adoptada por el Bundesbank en aquellos años proporciona una explicación de la

fuerte apreciación del TCE nominal de Alemania que se observa en el gráfico 3.

Un elemento básico de la estrategia de política monetaria del Bundesbank fue el anuncio, a partir de diciembre de 1974, de objetivos para la tasa de crecimiento interanual de la oferta monetaria. Esta decisión obedeció a dos motivos¹⁸. En primer lugar, se tenía la intención de contener la inflación controlando la tasa de crecimiento de los agregados monetarios. En segundo lugar, se consideraba que el anuncio de objetivos monetarios cuantitativos era un medio para influir directamente en las expectativas de inflación de los agentes económicos. Mientras que el primer motivo era propio de la estrategia de política monetaria adoptada por el Bundesbank a partir de 1974, la necesidad de proporcionar una sólida ancla nominal que sirva de «punto de referencia» para las expectativas de inflación de los agentes económicos es un principio general de política monetaria y una de las enseñanzas más perdurables de la Gran Inflación. En efecto, una de las principales razones por las que Alemania evitó, en gran medida, la Gran Inflación es que, tras el colapso del ancla nominal ofrecida por el régimen de Bretton Woods, este país proporcionó rápidamente a los agentes económicos otra ancla, en forma de objetivos monetarios. Por el contrario, la mayor parte de los demás países «renquearon» a lo largo de los años setenta sin un ancla clara, con el resultado de un constante aumento de la inflación.

El objetivo de contener la inflación controlando la tasa de crecimiento de la oferta monetaria reflejó el reconocimiento explícito por parte del Bundesbank de que la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario. Sin embargo, este reconocimien-

14 Véase, en particular, Lubik, T. y Schorfheide, F., «Testing for Indeterminacy: An Application to U.S. Monetary Policy», *American Economic Review*, 94(1), 2004, pp.190-217.

15 Véase el debate en Issing, O. «Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo/abril 2005, 87(2, Parte 2), pp.329-335.

16 De hecho, desde el inicio de Bretton Woods Alemania no había estado vinculada al dólar con el mismo tipo de cambio. Concretamente, el marco alemán se revaluó en 1961, y nuevamente en 1969, cuando se permitió que flotara durante seis meses, para luego volver a vincularlo a un tipo de cambio más alto.

17 Este punto viene señalado especialmente en Issing, op cit., 2005.

18 Véase, de nuevo, Issing, op cit., 2005.

to distó mucho de ser universal en los años setenta. Por ejemplo, en su amplio análisis del clima intelectual general en el que se desarrolló el proceso de formulación de la política monetaria del Reino Unido en los años sesenta y setenta, Nelson y Nikolov¹⁹ señalan que «no se consideraba que la política monetaria fuese esencial para el control de la inflación que, por el contrario, se hacía depender en gran medida de la política de rentas (control de precios y salarios). [...] Básicamente, los responsables de la política monetaria del Reino Unido no establecían una relación entre esta política y la inflación por dos razones. En primer lugar, consideraban que la inflación estaba determinada, principalmente, por factores distintos de la brecha de producción. En segundo lugar, eran muy escépticos respecto a la capacidad de la política monetaria para influir en la demanda agregada o en la brecha de producción de forma apreciable.»

Tal y como Nelson y Nikolov ponen de relieve, ello llevó a instrumentar una política monetaria expansiva y a intentar controlar la inflación por medios no monetarios, lo que contribuyó de forma decisiva a provocar el brote de inflación registrado en el Reino Unido en los años setenta. Solo cuando, en 1979, se empezó a basar la política monetaria en el reconocimiento explícito del carácter monetario del proceso inflacionista, se pudo poner fin a la Gran Inflación en el Reino Unido.

Aunque esta sección se centra en una comparación entre la evolución macroeconómica de Alemania y la de Estados Unidos, cabe destacar que la experiencia suiza de los años setenta fue similar a la de Alemania, tanto en términos de estrategia de política monetaria —que atribuyó una gran importancia a las tasas de crecimiento de los agregados monetarios— como de evolución general de la inflación. La principal diferencia fue que, tras la primera perturbación de los precios del petróleo, en Suiza la inflación alcanzó un máximo del 11,9%, tasa mucho más alta que la de Alemania y cercana al máximo de Estados Unidos. Sin embargo, al igual que en Alemania, la firme orientación antiinflacionista adoptada por el Banco Nacional de Suiza dio lugar, posteriormente, a una fuerte desaceleración de la inflación, que se mantuvo por

debajo del 2% entre mediados de 1976 y principios de 1979. Tras la segunda perturbación de los precios del petróleo, la inflación se elevó hasta un máximo del 7,5% en el segundo semestre de 1981, antes de descender en los años siguientes.

La evolución de la productividad permite considerar desde otra importante perspectiva la distinta evolución macroeconómica observada en Estados Unidos y Alemania en los años setenta. Una de las principales limitaciones de la política monetaria estadounidense de aquellos años fue su incapacidad para detectar la desaceleración de la productividad de los años setenta en tiempo real, lo que condujo a una sobrevaloración sistemática de la magnitud efectiva de la atonía de la economía²⁰. Dado que los responsables de la política monetaria de Estados Unidos se basaban, en gran medida, en la brecha de producción como indicador de las futuras presiones inflacionistas, esta sobrevaloración se tradujo automáticamente en la política monetaria excesivamente laxa mencionada anteriormente.

A este respecto, la comparación con Alemania es interesante. Los paneles superiores del gráfico 4 muestran las estimaciones retrospectivas y en tiempo real de las brechas de producción de Estados Unidos y Alemania entre enero de 1965 y diciembre de 1984, y los paneles inferiores, la magnitud del error de medición de la brecha de producción en tiempo real, que se define como la diferencia entre las series de los paneles superiores²¹. Como el gráfico indica claramente, con la única excepción de 1975-1976 (cuando el error de

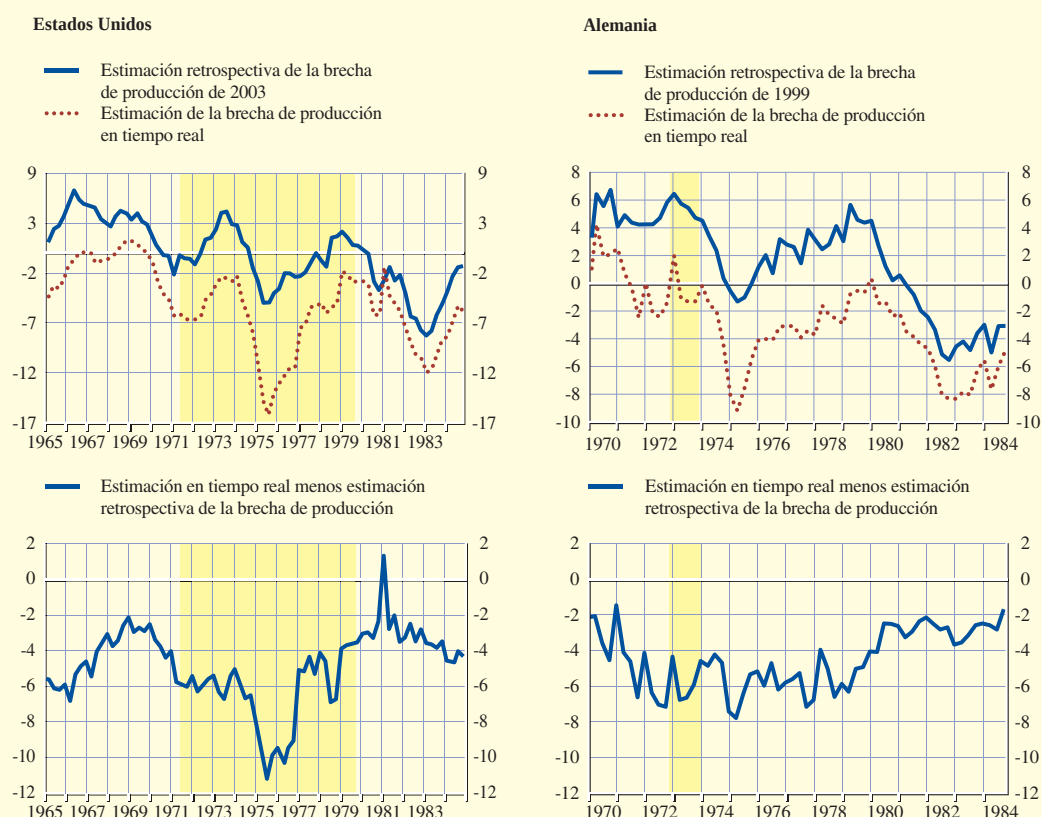
19 Véanse Nelson, E. y Nikolov, K., «Monetary Policy and Stagflation in the UK», *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 2004, pp. 293-318, y Batini, N. y Nelson, E., «The U.K.'s Rocky Road to Stability», *Working Paper Series*, n.º 2005-020A, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2005.

20 Véanse, en particular, Orphanides, A., «Monetary Policy Rules and the Great Inflation», *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 92(2), 2002, pp. 115-120, Orphanides, A., «The Quest for Prosperity Without Inflation», *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 633-663, y Orphanides, A., «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 983-1022.

21 Los datos que figuran en el gráfico 4 son los datos originales utilizados en Orphanides, A., «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», op. cit., y en Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C. e Issing, O., «Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the break down of Bretton Woods», *Working Paper Series* n.º 1020, BCE, marzo de 2009. Los datos han sido facilitados amablemente por Orphanides y Beyer.

Gráfico 4 Errores de medición de la brecha de producción en Estados Unidos y Alemania

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Orphanides, A., «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», op. cit., y Gerberding, C., Seitz, F. y Worms, A., «How the Bundesbank really conducted monetary policy», *North American Journal of Economics and Finance*, 16(3), 2005, pp. 277-292.

Nota: Las zonas sombreadas de los paneles de la izquierda representan el período comprendido entre el colapso de Bretton Woods y el inicio de la presidencia de la Reserva Federal por Paul Volcker, mientras que las de los paneles de la derecha representan el período comprendido entre el abandono por Alemania de su vinculación al dólar y el anuncio por el Bundesbank de su primer objetivo monetario.

medición de la brecha de producción estadounidense se acentuó notablemente, hasta situarse, en promedio, en torno a unos 10 puntos porcentuales), la magnitud del error de medición en estos dos países fue bastante similar a lo largo de la Gran Inflación. Sin embargo, la evolución de la inflación fue muy distinta en los dos países, con una tasa máxima de inflación interanual medida por el IPC del 7,8% en Alemania y del 14,6% en Estados Unidos. ¿Cómo puede explicarse esta diferencia?

En su detenido análisis, Beyer, Gaspar, Gerberding e Issing²² señalan que la evolución más favorable de la inflación registrada en Alemania en los

años setenta estuvo relacionada, fundamentalmente, con la estrategia de objetivos monetarios adoptada por el Bundesbank a partir de 1974. En efecto, una de las principales características de una regla de objetivos de crecimiento monetario es que cuando se aplica esta regla el tipo de interés nominal responde más a las estimaciones de la variación de la brecha de producción que a las estimaciones de la propia brecha de producción. Aunque, a primera vista, esto pueda parecer una diferencia pequeña, no lo es: la magnitud del error de medición de las estimaciones en tiempo real de la variación de la brecha de producción es, con

22 Véase Beyer et al., op cit.

mucho, inferior a la del error de medición de la brecha de producción²³. Ello proporciona una explicación sencilla de por qué un grado comparable de error de medición de la brecha de producción en estos dos países estuvo acompañado de una evolución de la inflación tan diferente.

El hecho de que, con su estrategia de objetivos monetarios, el Bundesbank no tuviera en cuenta la brecha de producción al fijar los tipos de interés viene respaldado también por la evidencia empírica de Beyer et al. Concretamente, sus resultados muestran que, aunque los tipos de interés alemanes respondieron a la brecha de producción percibida en el período anterior a la formulación de objetivos monetarios (es decir, antes de 1974), esta reacción cesó básicamente en cuanto se establecieron objetivos monetarios.

EN RESUMEN: ¿MALA POLÍTICA O MALA SUERTE?

La explicación tradicional «popular» de la Gran Inflación, que la atribuye, principalmente, a las perturbaciones de los precios del petróleo de 1973 y 1979, estuvo asociada inicialmente a los trabajos de Alan Blinder²⁴, y de Michael Bruno y Jeffrey Sachs²⁵. En pocas palabras, la esencia de esta posición es que, como afirmó Blinder, «los años setenta fueron realmente diferentes. Las perturbaciones de la energía son claramente un producto del mundo feliz post-OPEP.»²⁶

Sin embargo, existen tres razones principales por las que las explicaciones de la Gran Inflación que la atribuyen a políticas monetarias equivocadas parecen ser mucho más plausibles que las que la atribuyen a una secuencia adversa de perturbaciones exógenas.

En primer lugar, un hecho que se pasa a menudo por alto en los debates sobre la Gran Inflación (que se suelen centrar únicamente en la experiencia de Estados Unidos) es que ni Alemania ni Suiza sufrieron esta inflación (o al menos no en la misma medida que otros países), lo que cuadra difícilmente con la explicación de la «mala suerte». Una razón fundamental de por qué los bancos centrales orientados hacia la estabilidad pudieron proteger sus economías de la Gran Inflación fue

una «cultura de la estabilidad». Desde este punto de vista, la razón última de la divergencia entre la evolución macroeconómica de Estados Unidos y la de Alemania en la época de la Gran Inflación reside en una actitud básicamente diferente de las respectivas sociedades de estos países ante la inflación.

En segundo lugar, tal y como se indicaba anteriormente, la Gran Inflación de Estados Unidos comenzó en torno a 1965, mucho antes que las perturbaciones de los precios de los alimentos y del petróleo de los años setenta. Este hecho no concuerda con la lógica de las explicaciones de la «mala suerte».

En tercer lugar, se ha argumentado, convincentemente, que los pronunciados aumentos de los precios del petróleo por parte de la OPEP en 1973 y 1979 solo podían haberse producido en la situación de expansión mundial de la liquidez asociada al colapso de Bretton Woods. Esta posición —sostenida en la época de la Gran Inflación por Milton Friedman, Phillip Cagan, y Ronald McKinnon²⁷— ha sido resucitada recientemente por Barsky y Kilian²⁸, quienes argumentan que una parte importante de los aumentos de los precios de las materias primas de los años setenta debería considerarse como la respuesta endógena del mercado a las fuerzas monetarias mundiales desencadenadas por el colapso de Bretton Woods. En consecuencia, no debe interpretarse sencillamente que el colapso de Bretton Woods coincidió cronológicamente con la Gran Inflación, sino que desempeñó un papel fundamental, primero, en destruir un ancla nominal

23 Véase Orphanides, A., «The Quest for Prosperity Without Inflation», op. cit.

24 Véase, en particular, Blinder, A., «The Anatomy of Double Digit Inflation in the 1970s», en Hall, R.E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press for NBER, 1982, pp. 261-282.

25 Véase Bruno, M. y Sachs, J., *Economics of Worldwide Stagflation*, Harvard University Press, 1985.

26 Véase Blinder (1982, op cit.).

27 Véase Friedman, M., «Perspective on Inflation», *Newsweek*, 24 de junio de 1974, Cagan, P., *Persistent Inflation: Historical and Policy Essays*, New York: Columbia University Press, 1979, y McKinnon, R. I., «Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard», *American Economic Review*, 72(3), 1982, pp. 320-333.

28 Barsky, R. B., y Kilian L., «Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative», en *NBER Macroeconomics Annuals* 2001, 16, 2001, pp. 137-183, Cambridge, Mass., The MIT Press.

para las expectativas de inflación, y luego, en provocar un aumento de la liquidez mundial.

3 ENSEÑANZAS DE LA GRAN INFLACIÓN

La Gran Inflación brinda varias importantes enseñanzas para la política monetaria. En primer lugar, pone de relieve el papel fundamental que desempeña un ancla nominal sólida y creíble para mantener las expectativas de inflación firmemente asentadas. Una de las razones básicas del éxito conseguido por Alemania en los años setenta fue que, tras el colapso de Bretton Woods, este país adoptó rápidamente una nueva ancla nominal en forma de objetivos monetarios. Ello le permitió escapar al destino de países, como Estados Unidos, donde en los años setenta las expectativas de inflación se desanclaron progresivamente en todos los horizontes.

Una enseñanza igualmente importante es que la estabilidad de las expectativas de inflación no debería nunca darse por sentada. A este respecto, la experiencia de Estados Unidos en la segunda mitad de los años sesenta es especialmente ilustrativa y aleccionadora: con una inflación que aumentaba de forma constante, desde algo más del 1% a comienzos de 1965 hasta más del 5% a principios de los años setenta, las expectativas de inflación, que se habían mantenido notablemente estables hasta mediados de los años sesenta, comenzaron a derivar progresivamente al alza, en respuesta a la inflación observada. Ello muestra claramente que bastan unos años con datos de inflación sistemáticamente desalentadores para desanclar rápidamente las expectativas de inflación.

Esto lleva automáticamente a extraer otra enseñanza, concretamente, la importancia de la reputación y credibilidad del banco central que, según la conocida definición de Alan Blinder²⁹, dependen simplemente de que «los hechos se correspondan con las palabras», es decir, que los anuncios de política monetaria queden validados por los datos observados. De hecho, los responsables de la política monetaria de los años sesenta y setenta eran perfectamente conscientes de que, para

mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas, era de capital importancia conservar una sólida reputación antiinflacionista y que la única manera de conseguirlo era asegurar unos niveles de inflación reducidos y estables. Por ejemplo, en su declaración de febrero de 1965 ante el Comité Económico Conjunto, el presidente de la Reserva Federal Martin advirtió de los peligros asociados a una deriva al alza de la inflación, que provocaría probablemente una pérdida de credibilidad y perturbaciones en las expectativas de inflación, señalando que si no se impedía una deriva al alza de la inflación podría producirse una espiral inflacionista³⁰. Sus palabras resultaron ser proféticas, hasta el punto de que solo cuatro años más tarde, en la misma sede, afirmó que «el escepticismo del público acerca de la capacidad del Gobierno para «hacer algo» con los precios tiene sus raíces en esta inflación cada vez más acelerada.»³¹

A este respecto, la experiencia de la Gran Inflación no reveló a los bancos centrales ningún principio de política monetaria nuevo, fundamental y anteriormente desconocido, sino que grabó en su consciencia, a través de un ejemplo impactante, los peligros que se derivan de dejar desarrollarse una espiral inflacionista.

La Gran Inflación ilustró también los peligros que surgen a la hora de gestionar la política monetaria, al confiar en exceso en indicadores no observados, cuya medición es, por lo tanto, intrínsecamente deficiente, como la brecha de producción. Esta enseñanza es especialmente relevante en las circunstancias actuales, dado que la contracción económica asociada a la crisis financiera ha generado un alto grado de incertidumbre en torno a los actuales niveles del producto potencial y, por consiguiente, de las brechas de producción, en varios países. A este respecto, la experiencia alemana de los años setenta es, una vez más, especialmente interesante, ya que muestra claramente que las nefastas conse-

29 Véase Blinder, A., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.

30 Véase McChesney Martin, W., Jr., *Statement Before the Joint Economic Committee*, 26 de febrero de 1965.

31 McChesney Martin (1969, op cit.).

cuencias macroeconómicas potencialmente asociadas a errores de medición de la brecha de producción no son inevitables, y el hecho de que se materialicen o no depende, fundamentalmente, de la estrategia de política monetaria seguida por el banco central.

Finalmente, la experiencia de la Gran Inflación refutó claramente el concepto de correlación permanente aprovechable entre la inflación y la actividad económica, que había llegado a formar parte de la sabiduría convencional en la macroeconomía tras la publicación del trabajo seminal de A.W. Phillips en 1958³². Basándose en casi un siglo de datos británicos, Phillips había descubierto que existía una correlación negativa entre la inflación y la tasa de desempleo. Muchos interpretaron que este hallazgo ofrecía a los responsables de la política monetaria la posibilidad de elegir entre una serie de combinaciones de inflación y desempleo. En particular, se pensó que la sociedad podía elegir una tasa de inflación permanentemente más alta a cambio de un nivel de desempleo permanentemente más bajo. La experiencia de la Gran Inflación, en la que el aumento de la inflación se asoció sistemáticamente a una pésima evolución macroeconómica por el lado real de la economía, llevó a descartar de una vez por todas el concepto de correlación aprovechable entre la inflación y la actividad real, y contribuyó decididamente a la reafirmación de la posición «clásica» anterior a Phillips, según la cual, al distorsionar las señales de los precios, la inflación afecta al funcionamiento de las economías de mercado, ejerciendo en última instancia un impacto negativo sobre la evolución macroeconómica general³³. Esta posición, que el Premio Nobel de Economía de 1974, Friedrich Von Hayek³⁴, había expresado de manera elocuente en la época de la Gran Inflación, es hoy en día uno de los elementos básicos de la sabiduría convencional en la política monetaria y una enseñanza más de la Gran Inflación.

4 CONCLUSIONES

En lo que respecta a las causas de la Gran Inflación y a las enseñanzas que pueden extraerse de la misma para la política monetaria, cabe destacar tres puntos fundamentales. En primer lugar, contrariamente a la explicación «popular» de la mala suerte, según la cual el aumento de la inflación de los años setenta se debió simplemente a una secuencia de perturbaciones adversas de la oferta, la Gran Inflación fue resultado, principalmente, de importantes errores de política monetaria. Ello se desprende con toda claridad de la comparación entre la experiencia de Estados Unidos (que se encontraba en el epicentro de un episodio inflacionista particularmente intenso en ese país) y la de Alemania y Suiza (que consiguieron librarse, en gran medida, del mismo mediante la adopción de una política antiinflacionista adecuada). En segundo lugar, como corolario lógico, los brotes de inflación de esta magnitud no son ineludibles, y podrán evitarse en el futuro, siempre que se tengan muy presentes las enseñanzas de la Gran Inflación. En tercer lugar, a este respecto, tanto el diseño institucional de la Unión Económica y Monetaria, con la clara orientación que proporciona a los agentes económicos en cuanto a sus expectativas de inflación, como la estrategia de política monetaria del BCE, con el papel destacado que asigna al análisis monetario, tienen indudablemente en cuenta las principales enseñanzas de la Gran Inflación.

32 Phillips, A.W., «The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, 25(100), 1958, pp. 283-299.

33 Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», en el Boletín Mensual de mayo de 2008.

34 Al condenar las políticas inflacionistas de los años setenta, Hayek señaló que «el principal daño que causa la inflación [es] que la estructura de la economía se presenta en su conjunto de una manera distorsionada y sesgada que, tarde o temprano, hace inevitable un incremento del desempleo mayor que el que esa política tenía por objeto impedir». Véase Hayek, F. von, «Inflation's Path to Unemployment», *The Daily Telegraph*, 15-16 octubre de 1974, reimpresión en Hayek, F. von, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas*, The University of Chicago Press, 1978.