
La medición de la inflación y la política monetaria

Intervención de Pilar L'Hotellerie, subjefa de la Oficina de Coyuntura y Previsión Económica del Servicio de Estudios, en el Seminario «La inflación: indicador clave para la política económica», de la Fundación ICO.

Quisiera centrar mi intervención en este Seminario, dedicado al Índice de Precios de Consumo (IPC), en describir el uso de esta estadística en el ámbito de la política monetaria y del análisis macroeconómico, en general. El IPC es, sin duda, el indicador de precios más difundido, si bien no ha sido específicamente diseñado para medir la inflación con fines de política monetaria. Por ello, es habitual que los analistas macroeconómicos modifiquen la señal de inflación que proporciona directamente el IPC, con el fin de aproximarla a aquella medida de la inflación que las autoridades monetarias desean observar, analizar y, en su caso, controlar. Esta es la base de la construcción de las medidas de «inflación subyacente», que también se conocen como medidas del «núcleo inflacionista» —*underlying inflation* o *core inflation*, según sus equivalentes en inglés—. Es una práctica bastante general entre los analistas: piénsese, por ejemplo, en el uso que se hace de medidas como el IPSEBENE (el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos) o similares, que se utilizan frecuentemente para medir la inflación subyacente, y cuya evolución se considera más representativa de la inflación en la economía que la del propio IPC. Por tanto, dedicaré la parte principal de la intervención a describir y comentar este tipo de medidas.

No obstante, el seguimiento y el análisis de la inflación que realiza un banco central no se limitan a la observación e interpretación del IPC y de las medidas de inflación subyacente, sino que se insertan en un conjunto de información mucho más amplio, que tiene en cuenta las relaciones entre la inflación y otras variables macroeconómicas. De esta forma, las autoridades monetarias pueden realizar un juicio fundamentado de las perspectivas de inflación en una economía. A este tema me referiré brevemente en la parte final de mi intervención.

1. EL PAPEL DEL I.P.C. EN EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la mayor parte de los países desarrollados la política monetaria está orientada prioritariamente al control de la tasa de inflación y, en particular, a conseguir la estabilidad de precios. Este objetivo refleja la creencia, ampliamente extendida, de que un entorno de estabilidad de precios es la mejor forma de contribuir a que una economía desarrolle todo su potencial de crecimiento, libre de los costes que genera el

mantenimiento de una tasa de inflación significativa.

Este es el objetivo, asimismo, de la política monetaria única, que ejecuta el Eurosistema en el ámbito de la Unión Económica y Monetaria. En este contexto, los bancos centrales de los países de la zona del euro ejercen una vigilancia estrecha sobre la evolución de la inflación en sus respectivos países, dada la importancia de mantener acotado el diferencial de inflación con la media de la UEM para conservar la estabilidad nominal en cada uno de ellos y evitar pérdidas de competitividad. Con esto quiero señalar la importancia del seguimiento de la inflación no solo al nivel de la zona en su conjunto, sino en cada una de las economías que la integran.

A efectos de evaluar el cumplimiento de la estabilidad de precios, las autoridades monetarias necesitan un indicador del cambio en el nivel general de precios. Ese indicador de inflación debería cubrir una gama potencialmente muy amplia de transacciones —en principio, todas aquellas en las que de alguna forma interviene el dinero— y debería captar algún tipo de movimiento común en los precios que se fijan en cada una de ellas. Se trata de un propósito diferente y de un ámbito mucho más amplio de los que han dado origen a la construcción del IPC, cuya finalidad es medir la variación en el coste de adquirir una determinada cesta de bienes y servicios de consumo, destinados a cubrir las necesidades humanas.

Sin embargo, el IPC es la medida comúnmente adoptada para concretar o definir la estabilidad de precios por parte de los bancos centrales. Los motivos que se suelen aducir para justificar la utilización del IPC son varios: se trata de un índice disponible con un retraso corto de tiempo, de características bien conocidas y aceptado por el público, que no está sujeto a revisiones y que está elaborado, generalmente, por un instituto independiente del banco central. Todas estas características contribuyen a facilitar la comunicación con el público y a hacer más creíble la actuación de las autoridades monetarias.

La decisión de utilizar el IPC para cuantificar el objetivo (directo o indirecto) de la política monetaria plantea cuestiones de gran importancia —como la tasa de variación de este índice con la que cabe identificar la estabilidad de precios— en las que no voy a entrar ahora. Por el contrario, quisiera centrarme en la cuestión de cómo pueden —o deben— evaluar los movimientos del IPC las autoridades monetarias. Como ya he señalado, el IPC no mide directamente la variación en el nivel general de precios, concepto que, por otra parte, no es fácil de concretar en la práctica. Precisamente, la idea

de «núcleo inflacionista» se apoya, de forma explícita o implícita, en la noción de que existe una «inflación monetaria», que genera unos costes desde el punto de vista macroeconómico, y que es la relevante para el banco central. No existe, sin embargo, una única teoría bien formulada que nos indique en la práctica qué se debe incluir en esa medida, es decir, no existe una definición generalmente aceptada de núcleo inflacionista. La referencia a la inflación en un modelo macroeconómico o a la teoría monetaria no proporciona sustrato suficiente para formular una medida alternativa de inflación a la que sustenta la elaboración del IPC: ¿es la inflación que tiene un origen exclusivamente monetario y por tanto la que es susceptible de ser controlada por el banco central? ¿es la que tiene su origen en movimientos de la demanda agregada? ¿es aquella parte de los movimientos de precios que tiene un carácter permanente y no transitorio? En definitiva, responder a la pregunta de cuál es la diferencia entre la tasa de variación de los precios que proporciona el IPC y la tasa de inflación que idealmente desearían observar las autoridades monetarias no es fácil.

En estas circunstancias, un punto de partida más pragmático es entender las medidas de núcleo inflacionista simplemente como un elemento que ayude en la interpretación de la evolución a corto plazo de los índices de precios, eliminando o depurando aquellos movimientos que, presumiblemente, sean transitorios o que, sobre la base de algún tipo de criterio, no sean atribuibles a un cambio en el nivel general de precios.

2. EL NÚCLEO INFLACIONISTA (CORE INFLATION)

Se puede formular esta idea de forma sencilla utilizando el siguiente marco de análisis [propuesto por Cecchetti (1997)]. Se supone que la variación del precio de un producto i se descompone de la siguiente forma:

$$P_{it} = P_t + x_{it}$$

Es decir, cada cambio en el precio de un producto i se considera que está formado por un componente común P_t y un componente idiosincrásico x_{it} , que indica, en principio, un cambio en el precio relativo del producto i , como consecuencia de modificaciones en sus condiciones de mercado. Se identifica al componente común P_t con el análogo del cambio en el nivel agregado de precios.

La tasa de variación de un índice de precios se define, para un conjunto de transacciones, como:

$$IP_t = w_{it} P_{it}, \text{ donde } w_{it} = 1$$

por lo tanto,

$$IP_t = P_t + w_{it} x_{it}$$

En el caso del IPC, las ponderaciones w_{it} están basadas, como es sabido, en la participación de cada producto en el gasto final en bienes y servicios de los consumidores. Parece claro que si $w_{it} x_{it} = 0$, entonces IP_t es el mejor estimador de P_t . Sin embargo, normalmente, $w_{it} x_{it} \neq 0$. Por el contrario, de forma general, podemos considerar que:

$$IP_t - P_t = w_{it} x_{it} = n_t + b_t$$

donde n_t representa cambios en los precios relativos de los productos, debidos a *shocks* en la oferta y la demanda de esos productos —también aquí se incluirían aquellos cambios que se derivan de una mala medición de P_{it} , como sucede, por ejemplo, con los sesgos derivados de una mala medición de la calidad de los productos—. Por su parte, b_t representa aquellos sesgos derivados de la forma de agregación, por ejemplo, debidos a la utilización de sistemas de ponderación fijos. La media de estos elementos no será, en general, cero. En el caso de n_t —si se hace abstracción de los sesgos por calidad—, sí cabría esperar que la media de los cambios en los precios relativos fuese cero en un espacio suficientemente dilatado de tiempo; no en el caso de b_t .

El problema que se plantea, por tanto, es estimar una señal P_t a partir de IP_t . A esa señal P_t es a lo que llamaremos núcleo inflacionista. La mayor parte de las diferentes formulaciones que se han seguido para estimar el componente común de IP_t adopta enfoques de tipo estadístico o econométrico. Entre ellos, hay algunos que utilizan la distribución *cross-section* de los cambios en los precios, otros que utilizan las propiedades de serie temporal que tienen los índices de precios, y otros que, además de la información que proporciona el propio índice, utilizan la que proviene de otras variables.

3. CARACTERÍSTICAS QUE DEBERÍAN TENER LAS MEDIDAS DE NÚCLEO INFLACIONISTA

Antes de describir las medidas más usuales de núcleo inflacionista, sería útil concretar cuáles son las características que deberían tener. Sin embargo, al no existir una medida ideal de núcleo inflacionista que sirva de referencia, no resulta fácil establecer un sistema de evaluación que no esté exento de elementos controvertidos.

Existen algunas ideas generalmente extendidas sobre las propiedades que deberían tener

las medidas de núcleo inflacionista. Por ejemplo, que se muevan de forma similar a la tasa de inflación en un espacio suficientemente dilatado de tiempo —es decir, que las divergencias entre ambas no sean permanentes—, especialmente si se supone que no existen sesgos de medición en el medio plazo ($w_{it} x_{it} = 0$). A este respecto cabe decir que muchas de estas medidas evolucionan por término medio como la inflación general por construcción; sin embargo, en otros casos sería posible observar desviaciones más o menos sistemáticas entre ambas. Otro de los «prejuicios» existentes en relación con este tipo de medidas es que deben proporcionar una señal algo más suave y estable que el índice general, ya que se asocia la idea de suavidad con la idea de tendencia, y esta con la de núcleo inflacionista; sin embargo, no hay nada inherente en el concepto de nivel general de precios que implique que su evolución deba ser suave.

Algunos autores (como Wynne) han enunciado criterios que parecería razonable exigir a las medidas de núcleo inflacionista. Algunos de ellos son objetables y en otros casos se pueden encontrar ventajas tanto en su cumplimiento como en su incumplimiento. Sin embargo, puede ser útil enunciarlos para establecer al menos una base de comparación entre las diferentes medidas. Los criterios son:

- Que las medidas sean computables en tiempo real; es decir, que no empleen previsiones.
- Que tengan poder predictivo de la evolución futura de IP (carácter *forward looking*).
- Que sean comprensibles por el público.
- Que no experimenten cambios hacia atrás con la recepción de nuevos datos.
- Que tengan alguna base teórica, es decir, algún vínculo con la teoría macroeconómica.

Sin duda, que tengan algún vínculo con la teoría económica será siempre positivo. Sin embargo, aunque una medida no sea computable en tiempo real —y haya que utilizar algún mecanismo de predicción para calcularla—, el cambio que se va produciendo en la estimación de esa medida según van apareciendo nuevos datos puede ser muy informativo. Por otra parte, la importancia de que sean o no comprensibles por el público dependerá del papel que estas medidas tengan en la política de comunicación del banco central.

En cuanto al poder predictivo de la evolución futura de los precios, parece una característica buena *per se*. No obstante, dado que en

la mayor parte de los casos se trata de medidas univariantes, que solo toman en consideración la propia información contenida en las series de precios, el poder predictivo será, en general, limitado. Sin embargo, si se dispone de buenos modelos de previsión de precios, como suele ser el caso en los bancos centrales, parece más útil la posibilidad de estimar estas medidas de inflación subyacente para el futuro sobre la base de esas previsiones.

4. DIVERSAS FORMAS DE ESTIMAR EL NÚCLEO INFLACIONISTA

Las medidas de núcleo inflacionista que se van a revisar a continuación son las más conocidas y son utilizadas actualmente —o lo han sido en el pasado— por el Banco de España en la evaluación y el seguimiento de la inflación española. En este contexto, hay que mencionar los trabajos llevados a cabo en el Servicio de Estudios por L. J. Álvarez y Ll. Matea. Estas medidas son también utilizadas por otros bancos centrales, y el BCE se ha planteado el uso de algunas de ellas en el ámbito de la zona del euro. En lo que sigue, estas medidas se han ilustrado con cifras de la economía española.

4.1. Medidas basadas en la exclusión de componentes

Volviendo al sencillo esquema que he descrito antes —el de la estimación de P_t a partir de IP_t , donde $IP_t = \sum w_{it} P_{it}$ —, una cuestión que se plantea es que, una vez que se ha abandonado el ámbito específico del cálculo del IPC y que lo relevante es encontrar una medida de inflación útil para el banco central, el esquema de ponderaciones que utiliza el IPC, basado en la proporción del gasto realizado por los hogares en cada producto, no tiene por qué ser el óptimo para otros propósitos. En concreto, podría pensarse en una forma de ponderar los incrementos de los distintos precios según la calidad de la señal de inflación que proporcionan. Esta es la idea que está detrás de la definición de medidas de núcleo inflacionista basadas en la exclusión de determinados precios. De una forma bastante radical, se decide que esos precios no proporcionan información alguna sobre el núcleo inflacionista, por lo que su ponderación en dicha medida se fija en cero.

Normalmente los tipos de productos que son excluidos son aquellos cuyos precios tienen una variabilidad elevada; no obstante, no es esta la causa principal de su exclusión, sino que se considera que sus precios están especialmente afectados por las condiciones específicas de sus mercados, por lo que incorporan menos in-

formación sobre el nivel general de precios que los de otros productos. En este contexto, lo más habitual es excluir los precios alimenticios (todos o solo los no elaborados) y la energía, sobre la base de las condiciones especiales que caracterizan a la oferta en estos mercados y que hacen que los precios vengan dominados por ellas. No obstante, en algunos países se excluyen otras categorías, como aquellas que incorporan los pagos de intereses, los impuestos indirectos o los servicios públicos (con precios administrados), por motivos diversos.

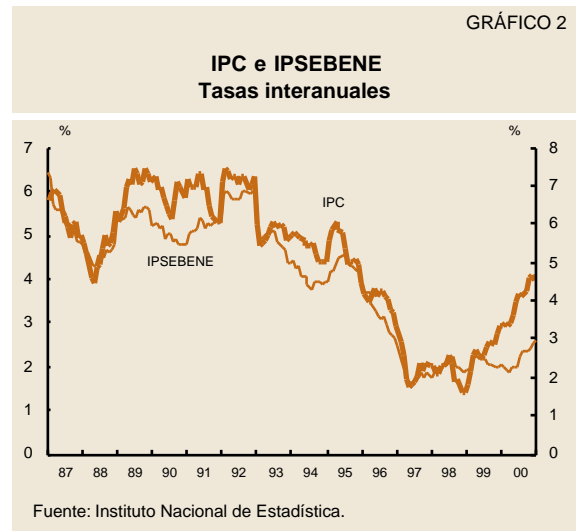
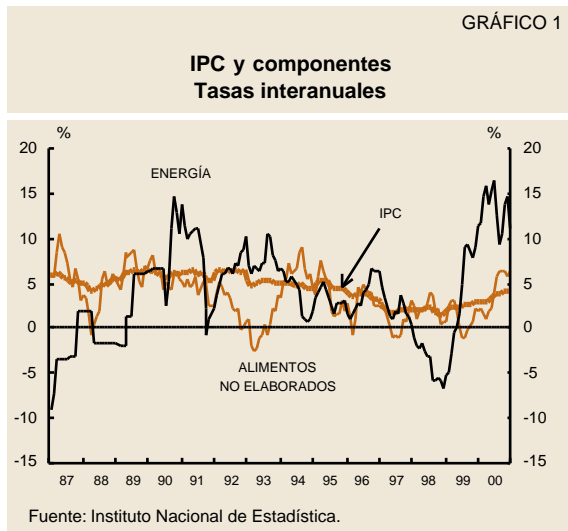
En el caso de España, donde es tradicional utilizar la descomposición del IPC en cinco componentes, es habitual referirse al índice formado a partir de la exclusión de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, conocido como el IPSEBENE. Un análisis de la variabilidad de los cinco componentes del IPC muestra que son precisamente los dos excluidos en el cálculo del IPSEBENE los más variables, como queda recogido en el gráfico 1. No obstante, en el gráfico 2, donde se ha representado la evolución conjunta del IPC y el IPSEBENE, se observa que, de hecho, la variabilidad de ambos índices es muy similar, debido a la covarianza entre los precios incluidos en cada uno de ellos.

Entre las ventajas que cabe atribuir a este tipo de medidas de núcleo inflacionista están su transparencia, su fácil comprensión por el público y su facilidad de cálculo; sin embargo, tienen el inconveniente de que la exclusión de determinados componentes *a priori* puede llevar a la no consideración de información relevante para la estimación del núcleo inflacionista, mientras que se incluyen otros precios que pueden estar incorporando elementos transitorios específicos.

4.2. Medidas basadas en las propiedades de la distribución *cross-section* de los cambios de precios

Sin duda, la intuición de que en la estimación de una medida de núcleo inflacionista tiene sentido modificar los pesos de los diferentes precios para obtener una señal más clara del cambio en el nivel general de precios parece acertada, aunque no lo sea el hacerlo de forma apriorística. Una justificación de este cambio en las ponderaciones se encuentra en las características de la distribución de los cambios en los precios. Para que la expresión $IP_t = \sum w_{it} P_{it}$ sea un estimador óptimo de P_t es necesario que los cambios en los precios P_{it} sigan una distribución normal.

Sin embargo, existe abundante evidencia —también para el caso de España— de que los



cambios en los precios individuales presentan un grado de asimetría (y de curtosis) elevado que los aleja de la hipótesis de normalidad. La asimetría puede surgir, bien porque los *shocks* a los que están sometidos los distintos precios sean asimétricos, bien porque la transmisión de un mismo *shock* sea diferente en cada caso. En el gráfico 3 se ejemplifica la existencia de *shocks* asimétricos y su impacto sobre la tasa agregada de variación de los precios, bajo el supuesto de que únicamente a partir de un determinado umbral un *shock* provoca un cambio en el precio relativo de un producto. En circunstancias como estas resulta apropiado acudir a estimadores que sean robustos ante el incumplimiento de la hipótesis de normalidad, como son los estimadores de influencia limitada: la media truncada y la mediana ponderada. Son medidas de la tendencia central de la distribución *cross-section* de los precios individuales, en las que se reduce el peso otorgado a los valores extremos. Cabe señalar, además, que aunque se trata de medidas de tipo estadístico, es fácil relacionarlas con modelos teóricos de fijación de precios —los que se describen en la literatura de *menu costs*— por parte de empresas sujetas a *shocks* como los que acabo de describir.

Para el cálculo de estos estimadores es necesario ordenar los incrementos individuales de precios —en la práctica, los correspondientes a la mayor desagregación que proporciona el INE— de mayor a menor, asociándoles el peso que se les da en IPC. Para calcular una media truncada de esta distribución se excluye del cálculo de la misma un porcentaje similar de variaciones de precios a cada lado de la distribución; cuando el porcentaje excluido es del 50 % a cada lado, se obtiene la mediana ponderada.

En el gráfico 4 se han representado algunas de estas medidas para España. En este caso, se ha comprobado que la media truncada al

5 % es la que proporciona una medida con menor variabilidad. En la construcción de esta medida se han utilizado en algún momento precios pertenecientes a cada uno de los cinco componentes del IPC y solo en el caso de los alimentos no elaborados se observa que todos los subíndices que lo componen han sido excluidos del cálculo de la media truncada en alguna ocasión. Estas consideraciones refuerzan la idea de que el cálculo de la inflación subyacente mediante la exclusión de categorías completas de productos no es adecuado.

4.3. Medidas basadas en la evolución temporal de las series de precios

Pasamos ahora a medidas que intentan aproximar el componente común de la variación en los precios aprovechando las propiedades de las series temporales de los índices de precios. En particular, se identifica dicho componente común con el componente tendencial del índice, empleando solo la información contenida en la dimensión temporal de la serie. Para ello se pueden utilizar procedimientos de extracción de señales, como el X12 ARIMA o como el de TRAMO-SEATS. También se pueden aproximar los movimientos tendenciales de las series mediante el cálculo de tasas de variación sobre medias móviles. La estimación de la tendencia y de su tasa de variación por este procedimiento requiere la utilización de previsiones, tanto para el cálculo de la media móvil como para el cálculo de la tasa, que debe centrarse. En este caso, hay que ser cuidadosos en cómo se asignan temporalmente los movimientos determinísticos de las series de precios, que no hay que centrar.

Está claro que estas medidas de inflación subyacente no se pueden calcular en tiempo real, pues su cálculo definitivo requeriría el conocimiento de la inflación futura; es, por tanto, ne-

GRÁFICO 3

Distribución de las perturbaciones de precios



cesario el uso de predicciones en la parte final de la muestra. Cuando se utilizan previsiones, la incorporación de un nuevo dato modifica la tendencia anteriormente estimada, tal y como aparece reflejado en el gráfico 5. Sin duda, esta característica adecuadamente interpretada puede ser muy informativa sobre el tipo de innovaciones que incorporan nuevos datos de inflación, si las previsiones son mínimamente solventes.

Entre las ventajas de este procedimiento cabe citar el que la identificación de la inflación subyacente con la tendencia es muy intuitiva y

GRÁFICO 4

IPC y estimadores de influencia limitada Tasas interanuales



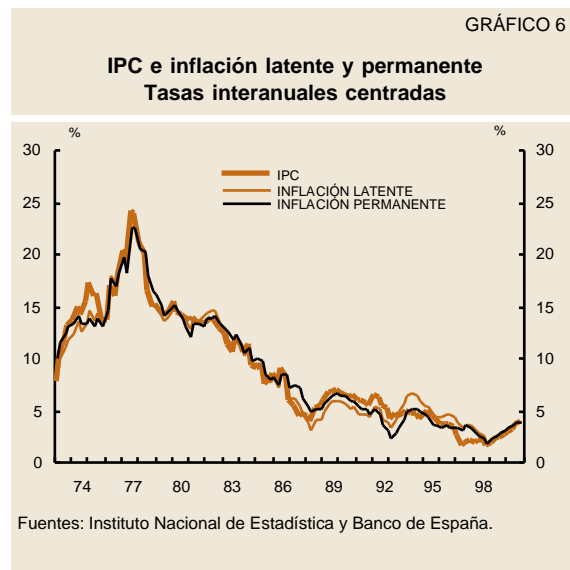
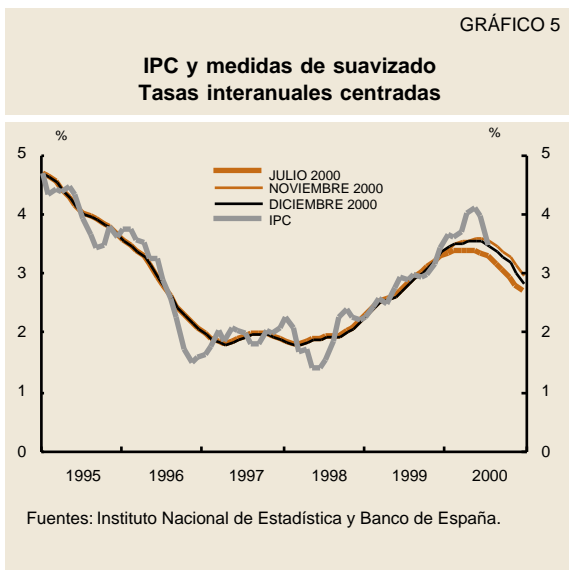
que la señal resultante está libre de elementos transitorios. No obstante, las estimaciones de la tendencia obtenidas por este procedimiento pueden variar notablemente de un analista a otro.

4.4. Medidas que utilizan la interrelación con otras variables

Las medidas descritas en los apartados anteriores se caracterizan por tener una base meramente estadística o econométrica y por utilizar únicamente información proveniente de las propias series de precios. Recientemente se ha desarrollado un enfoque alternativo para el cálculo de medidas de núcleo inflacionista que utiliza el marco de los modelos VAR estructurales para incorporar, en un marco multivariante —es decir en el que se utilizan otras variables además de la tasa de inflación—, restricciones propias de la teoría macroeconómica en relación con el comportamiento a largo plazo de las variables consideradas.

En el Banco de España, en concreto, extendiendo las propuestas de Quah y Vahey para la economía inglesa, se desarrollaron dos medidas de núcleo inflacionista a partir de un modelo dinámico estructural para la inflación y el producto: la inflación latente y la inflación permanente. Ambas medidas son compatibles con la noción de que la curva de Phillips es vertical a largo plazo, de forma que no existe *trade-off* entre producto e inflación.

Para el cálculo de la inflación permanente, se identifican aquellos *shocks* que afectan a la inflación a largo plazo, es decir, que tienen un efecto permanente sobre esta variable, y con ellos se construye la medida de núcleo inflacionista. Para el cálculo de la inflación latente —concepto equivalente al de *core inflation* que



definieron originalmente Quah y Vahey—, por el contrario, se identifican aquellos *shocks* que no afectan al producto a largo plazo, construyéndose con ellos la medida de inflación latente. En el gráfico 6 se han representado las dos medidas junto con el IPC. Como puede observarse, la evolución de ambas es muy similar, por lo que cabe extraer la conclusión de que, a pesar de haberse construido por caminos diferentes, los *shocks* que las integran son en gran medida los mismos. En cualquier caso, al interpretar estas medidas hay que tener en cuenta que su nivel está fijado arbitrariamente, y que solo los cambios que experimentan aportan información relevante sobre la evolución de los precios.

vista del desarrollo de nuevas aplicaciones. La construcción de modelos multivariantes con base en la teoría económica es un campo en el que se siguen obteniendo resultados. En esta misma línea, pero dando un paso claro hacia el establecimiento de una relación explícita entre la tasa de inflación y sus determinantes, cabe situar las últimas investigaciones de J. Galí y D. López-Salido, que les llevan a estimar lo que ellos llaman una medida de «inflación fundamental» a partir de la evolución de los costes marginales del trabajo, determinante fundamental de la tasa de inflación. Sin embargo, esta medida rompe con el principal vínculo de unión de las que se han descrito en esta ponencia, al no estar definida sobre el IPC.

4.5. Resumen: evaluación de las distintas medidas

Las distintas medidas que se acaban de describir, calculadas con metodologías muy dispares, proporcionan medidas de la inflación subyacente que son conceptualmente diferentes, sin que ninguna de ellas pueda considerarse superior a las demás. Por ello, es aconsejable hacer un seguimiento simultáneo de varias de ellas para extraer conclusiones sobre los movimientos en el nivel agregado de los precios. En el cuadro 1 se compara el cumplimiento de los criterios fijados anteriormente por las distintas medidas que se acaban de describir.

Un repaso a las medidas de núcleo inflacionista que se utilizan en diversos bancos centrales indica que pertenecen, en casi todos los casos, a alguna de las categorías que he descrito. No obstante, este es un tipo de medidas sobre las que se continúa debatiendo con intensidad, tanto desde el punto de vista de cuál es el papel que deben tener en la toma de decisiones de política monetaria, como desde el punto de

5. EL ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN EN EL MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA: EL NÚCLEO INFLACIONISTA Y ALGO MÁS

La principal conclusión del análisis anterior es que ninguna de las medidas de núcleo inflacionista, calculadas a partir del IPC, que se han

CUADRO 1

Evaluación de las medidas de núcleo inflacionista

	Exclusión	Influencia limitada	Medias móviles	VAR Estructural
Computable en tiempo real	Sí	Sí	No	Sí
Posibilidad de cálculo con previsiones	Sí	No	Sí	Sí
Fácilmente comprensible por el público	Sí	No?	No?	No
Se modifica el pasado	No	No	Sí	No?
Fundamento en la teoría económica	No	Sí?	No	Sí

descrito ofrece una alternativa completa para el análisis de la inflación. Realmente esto es así, no solo porque ninguna de ellas domine a las demás por las características o propiedades que posee, sino, en un sentido más general, porque ninguna de ellas puede ofrecer, por sí sola, una visión fundamentada de la evolución y de las perspectivas de la tasa de inflación, que es, en definitiva, lo que más interesa a un banco central. Dado que la política monetaria ejerce su influencia sobre la economía con ciertos desfases, la información crucial para las autoridades monetarias es la referida a la evolución esperada de la inflación. En este sentido, el carácter contemporáneo de muchas medidas de inflación subyacente hace que el análisis de la inflación que proporcionan sea solo parcial y haya que insertarlo en un conjunto más amplio de instrumentos para llegar a una evaluación completa de las perspectivas de inflación.

La evaluación de los deflatores, en el marco de las Cuentas Nacionales, permite ampliar considerablemente la riqueza del análisis, ya que, por una parte, estos índices cubren todas las transacciones que se realizan en una economía y, por otra, están vinculados de forma coherente a otras variables macroeconómicas importantes, en particular, a los determinantes de los precios. Por tanto, aunque los deflatores se publican con más retraso que el IPC y están sujetos a revisiones, proporcionan más información sobre los elementos que subyacen en la evolución de los precios. Adicionalmente, el análisis de las magnitudes contables no solo con datos ya publicados, sino con previsiones permite comprobar la consistencia de las mismas. En este sentido, el disponer de modelos econométricos para analizar y fundamentar las previsiones de precios, utilizando las relaciones históricas entre las variables agregadas de una economía —ya estén fundamentadas en la teoría económica (modelos estructurales), o en relaciones empíricas (modelos BVAR)— resulta fundamental.

Por último, las relaciones de los agregados monetarios con los precios constituyen un elemento de análisis particularmente importante en el contexto de la zona del euro, que forma el primer pilar de la estrategia de política monetaria del Eurosistema.

6. CONCLUSIONES

El IPC es la estadística de precios más difundida e importante, está disponible con gran rapidez y está elaborada con una metodología

bien contrastada. No obstante, el IPC no ha sido específicamente diseñado para medir la inflación agregada de la economía, por lo que el seguimiento de esta variable a través del IPC requiere, en general, la construcción de medidas de núcleo inflacionista, que ayuden a interpretar los movimientos del índice como movimientos del nivel general de precios. La construcción de estos indicadores de núcleo inflacionista está, sin embargo, lastrada por la inexistencia de una teoría precisa que sustente la construcción de un índice destinado a medir el nivel general de precios de una economía. En parte por ello, ninguna de las medidas existentes de núcleo inflacionista es superior a las demás, de forma que su interpretación y seguimiento debe hacerse conjuntamente, complementándose unas a otras.

En cualquier caso, las medidas de núcleo inflacionista no proporcionan base suficiente para el análisis global de las perspectivas de inflación de una economía, ya que no tienen una orientación suficientemente *forward looking*. Para ello debe utilizarse un marco de análisis más amplio, que se apoye en las interrelaciones de la inflación con otras variables macroeconómicas y que permita llegar a un diagnóstico apropiado de las expectativas de inflación.

8.3.2001.

BIBLIOGRAFÍA

- ALMEIDA, Á. y C. GOODHART (1997). «¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?», en *La política monetaria y la inflación en España*, Servicio de Estudios, Banco de España y Alianza Ed.
- ÁLVAREZ, L. J. y LI. MATEA (1999). «Medidas de inflación subyacente», *Boletín económico*, Banco de España, mayo.
- ÁLVAREZ, L. J. y M. SEBASTIÁN (1995). *La inflación latente en España: una perspectiva macroeconómica*, Documento de Trabajo nº 9521, Banco de España.
- CECCHETTI, S. G. (1997). «Measuring short-run inflation for central bankers», *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, mayo/junio.
- GALÍ, J. y D. LÓPEZ-SALIDO (2000). «La dinámica de la inflación en la zona del euro», *Boletín económico*, Banco de España, diciembre.
- L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. (1997). «El análisis de la inflación desde la óptica de la política monetaria», en *La política monetaria y la inflación en España*, Servicio de Estudios, Banco de España y Alianza Ed.
- WYNNE, M. A. (1999). *Core inflation: A review of some conceptual issues*, Documento de Trabajo nº 5, Banco Central Europeo.