

ARTÍCULOS

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO: ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE



El BCE utiliza las expectativas de inflación para conocer la valoración del sector privado de las perspectivas futuras de inflación y evaluar las percepciones acerca de la credibilidad de la política monetaria, como parte de un conjunto de indicadores. Son importantes para obtener una indicación de la confianza de la opinión pública en la capacidad del banco central para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. Las expectativas de inflación no son directamente observables, pero indirectamente se pueden calcular medidas aproximadas basadas en los mercados financieros y en encuestas a expertos en previsión económica. El análisis de los principales factores que influyen en las diversas medidas disponibles en la zona del euro muestra que las perturbaciones de carácter transitorio en los componentes volátiles de la inflación, como los relacionados con los precios de las materias primas, tienden a afectar a las expectativas a corto plazo, mientras que, en general, las medidas a largo plazo de las expectativas de inflación no han sido sensibles a la propagación de perturbaciones transitorias. El hecho de que las expectativas a largo plazo hayan permanecido bien ancladas en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE pone en evidencia la credibilidad ganada por la institución como banco central que tiene la estabilidad de precios como objetivo claro. La estabilidad de las expectativas de inflación ha sido especialmente reseñable durante los tres últimos años, que han sido difíciles para la política monetaria por las graves perturbaciones que han afectado a la zona del euro y a la economía mundial. El hecho de que las expectativas estén firmemente ancladas ha contribuido a mejorar la eficacia de la política monetaria y favorecerá la recuperación económica en curso.

I INTRODUCCIÓN

Las expectativas constituyen un aspecto clave de la teoría macroeconómica contemporánea y desempeñan un papel fundamental en las prácticas de la banca central moderna¹. La política monetaria supone prever la evolución económica futura, realizar un seguimiento de las expectativas de inflación del sector privado durante el ciclo y configurarlas, y proporcionar un ancla nominal a largo plazo para la economía. A tal fin, los bancos centrales deben formarse constantemente una opinión de las perspectivas económicas a medio plazo, tomando en consideración el hecho de que el impacto de sus decisiones sobre las expectativas es significativo y duradero. El mantenimiento de la estabilidad de precios en muchos países en las dos últimas décadas se debe, en cierta medida, al reconocimiento del papel esencial de las expectativas en el comportamiento macroeconómico y en la instrumentación de la política monetaria.

Mientras que 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 prosperidad², la credibilidad de las autoridades monetarias a la hora de proporcionar estabilidad de precios de manera coherente se constru-

ye y se preserva con el tiempo. Esta credibilidad es fundamental 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. 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 es un indicador clave de la credibilidad de un banco central. También es un requisito indispensable para una instrumentación eficaz de la política monetaria y, en última instancia, para que los bancos centrales logren mantener la estabilidad de precios.

- 1 Para un análisis general, véase el artículo titulado «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2009.
- 2 Por ejemplo, cuando la inflación aumenta, resulta más difícil que los agentes privados distingan las variaciones en los precios relativos (que es necesario conocer para asignar recursos con eficiencia y mejorar la productividad general de la economía) de los cambios en el nivel general de precios. Unos niveles elevados e inesperados de inflación también conducen inevitablemente a una redistribución arbitraria de la riqueza y de la renta. Además, tiene un impacto negativo sobre la acumulación de capital y, por tanto, sobre la productividad a largo plazo, debido a la ausencia de indiciación del sistema tributario y al incremento de los tipos de interés. Para más información, véase el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2008.

En concreto, cuando la inflación se ve impulsada por perturbaciones de carácter transitorio, el seguimiento de las expectativas es esencial para valorar el riesgo de que dichas perturbaciones generen efectos más duraderos en la inflación a través de su impacto en la fijación de precios y salarios a escala nacional. Asegurar que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas, especialmente a medio y largo plazo, es de interés primordial para los responsables de la política monetaria. Por estos motivos, las expectativas de inflación son muy importantes para la instrumentación de la política monetaria y son objeto de un estrecho seguimiento por parte del BCE.

En los diez o quince últimos años se ha convertido en práctica habitual entre los bancos centrales comunicar un objetivo cuantitativo de estabilidad de precios 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 1998, el Consejo de Gobierno del BCE de-

finió la estabilidad de precios para la zona del euro como una tasa de inflación interanual medida por el IAPC inferior al 2%. Tras una exhaustiva evaluación de la estrategia en 2003, el Consejo de Gobierno aclaró que su objetivo era mantener las tasas de inflación en un nivel «inferior, pero próximo, al 2%» a medio plazo en la zona del euro. Esta definición ha proporcionado una orientación muy precisa a los mercados y ha actuado claramente como guía de las expectativas de inflación en la zona.

Además de la definición cuantitativa de estabilidad de precios, el éxito del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo depende también del compromiso de las autoridades monetarias de cumplir su mandato. La credibilidad del compromiso del BCE está firmemente arraigada en el marco institucional de la UEM. El Tratado dispone claramente que la instrumentación de la política monetaria en 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.

Resumen de las principales medidas disponibles de las expectativas de inflación en la zona del euro

	Agentes	Frecuencia	Comienzo	Horizontes
Medidas basadas en encuestas				
Encuesta de opinión de la Comisión Europea	Consumidores	Mensual	1985	A doce meses vista (pregunta acerca de la dirección del cambio)
Encuesta a expertos en previsión económica del BCE (EPE)	Instituciones financieras y no financieras	Trimestral	1999	Predicciones puntuales y distribuciones de probabilidad: - Año actual, año siguiente, año posterior al siguiente (horizontes variables a uno y dos años vista) - A cinco años vista
Consensus Economics	Instituciones financieras y no financieras	Mensual (a corto plazo) y semestral (a medio y largo plazo)	1990	Predicciones puntuales - Año actual y años siguientes - De tres, cuatro, cinco y seis a diez años vista
Barómetro de la Zona del Euro (MJEconomics)	Instituciones financieras y no financieras	Mensual (a corto plazo) y trimestral (a medio y largo plazo)	2002	Predicciones puntuales - Año actual y años siguientes - A dos, tres y cuatro años vista
World Economic Survey (IFO)	Instituciones internacionales y nacionales	Trimestral	1991	- A seis meses vista (pregunta acerca de la dirección del cambio) - Año actual
Indicadores de los mercados financieros				
Tasas de inflación implícitas	Participantes en los mercados financieros	Intradía	2004	Actualmente, de tres a unos 30 años vista
Tipos de los <i>swaps</i> indicados con la inflación	Participantes en los mercados financieros	Intradía	2003	De uno a 30 años vista

Nota: Las tasas de inflación implícitas se han estimado a partir de febrero de 2004.

La credibilidad del compromiso del Consejo de Gobierno de proporcionar estabilidad de precios mediante la aplicación de medidas de política coherentes y sistemáticas ha contribuido a mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación a medio y largo plazo, incluso a raíz de importantes perturbaciones de carácter adverso durante la crisis financiera.

En este contexto, en este artículo se considera la evolución reciente de las expectativas de inflación en la zona del euro (en el cuadro que figura a continuación se facilita un resumen de las principales medidas disponibles), se realiza una comparación entre indicadores de mercado e indicadores basados en encuestas, en horizontes tanto a corto como a medio y largo plazo, y se analiza cómo se elaboran, centrándose, en particular, en la manera en que medidas calculadas para horizontes temporales distintos responden a información diferente. El artículo también realiza una reflexión sobre el comportamiento de las diversas medidas disponibles durante los tres últimos años, que han sido difíciles para la política monetaria ya que, inicialmente, la inflación aumentó como consecuencia de los acusados incrementos de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, antes de experimentar una fuerte caída a raíz de la crisis económica y financiera global, que se intensificó tras la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008.

El artículo se estructura como sigue: en la segunda sección se consideran indicadores de las expectativas de inflación basados en encuestas, mientras que en la tercera se examinan indicadores obtenidos de los mercados financieros y su influencia. En la sección cuarta se analiza el comportamiento de estos indicadores en los últimos años, y en la última sección se presentan algunas conclusiones.

2 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADOS EN ENCUESTAS

Existen diversas medidas de las expectativas de inflación basadas en encuestas, pero las que son objeto de un seguimiento más estrecho por parte

del BCE abarcan un período de más de doce meses, como la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, y las de Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro³.

Todas estas encuestas proporcionan predicciones puntuales de las expectativas de inflación en diversos horizontes temporales, tanto a corto como a medio y largo plazo. Sin embargo, en la EPE también se pide a los encuestados que realicen una valoración cuantitativa de la incertidumbre existente en torno a las predicciones puntuales indicadas. Esta valoración de la incertidumbre queda reflejada en las distribuciones de probabilidad de la inflación futura dentro de unos intervalos predeterminados. Además, los encuestados pueden realizar comentarios sobre los factores determinantes de sus previsiones y sobre los motivos de las revisiones que realicen con respecto a la EPE anterior⁴.

La información obtenida de la EPE permite calcular diversas medidas de la incertidumbre que rodea a las perspectivas. Por ejemplo, la distribución de probabilidad proporciona información sobre el grado de incertidumbre existente en torno a la predicción puntual, y puede utilizarse para evaluar la probabilidad de que la inflación se sitúe por encima o por debajo de un umbral determinado. Además, la distribución de probabilidad puede servir para valorar los riesgos asociados a la predicción puntual. Por otra parte, la desviación típica de las predicciones puntuales de todos los encuestados, habitualmente denominada «desacuerdo», refleja la medida en que los participantes en la encuesta están en desacuerdo.

3 En julio de 2009, J.P. Morgan Securities Ltd inició una nueva encuesta sobre las expectativas de inflación. La encuesta se realiza tres veces al año y pregunta acerca de las expectativas sobre la evolución de la inflación subyacente a corto plazo y la opinión de los encuestados sobre la inflación a medio plazo (definida como la inflación general media entre dos y cinco años vista) en relación con el objetivo del banco central respectivo. Los encuestados son participantes en los mercados financieros, y la encuesta abarca las expectativas para la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Australia.

4 Para más detalles técnicos sobre la EPE que realiza el BCE e información sobre los resultados de la última encuesta, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre de 2011» en este *Boletín Mensual*. Para una valoración de la exactitud de las predicciones basadas en encuestas a expertos, véase también el recuadro titulado «La calidad predictiva de las encuestas a los expertos», en el *Boletín Mensual* de enero de 2011

En términos generales, las expectativas a medio plazo son las más importantes para la política monetaria, ya que ayudan a valorar la reacción de los agentes ante diferentes perturbaciones en los precios y a obtener una indicación de si son de carácter transitorio o más persistente, según la percepción del sector privado. Cuanto más largo sea el horizonte de las expectativas, más reflejarán el grado de credibilidad asignado a la política monetaria por parte de los agentes económicos en lo que respecta al compromiso del banco central de alcanzar la estabilidad de precios. En otras encuestas sobre expectativas de inflación, como la encuesta de opinión de la Comisión Europea⁵ y la Encuesta sobre la Economía Mundial (World Economic Survey) del IFO, solo se pregunta acerca de las expectativas para períodos futuros muy cortos y, por tanto, existen más probabilidades de que se vean afectadas por perturbaciones de carácter transitorio. Por consiguiente, son una medida menos relevante a efectos de la política monetaria. Ciertamente, el análisis de correlación cruzada entre la encuesta de la Comisión Europea y la inflación observada pone en evidencia que la correlación más alta se produce al mismo tiempo o con un desfase de hasta siete meses, dependiendo del horizonte considerado, lo que apunta a que este indicador concreto de las expectativas contiene información sobre horizontes que son mucho más cortos que el horizonte de doce meses al que se refiere la pregunta de la encuesta⁶.

FRECUENCIA DE ACTUALIZACIÓN Y TÉCNICAS DE PREDICCIÓN

Entender cómo se elaboran los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas no resulta fácil, ya que se basan en paneles heterogéneos de expertos en previsión económica que suelen utilizar herramientas de predicción variadas y complejas que se sustentan en información diferente. No obstante, del cuestionario (ad hoc) que se incluyó en la encuesta realizada por el BCE en el otoño de 2008 pueden obtenerse algunas indicaciones de los factores que probablemente influyan en estas medidas de las expectativas, con el fin de conocer mejor cómo realizan sus previsiones los encuestados en la EPE⁷.

En el cuestionario ad hoc se pedía a los participantes en la EPE que aclararan el papel de las valoraciones de expertos y la utilización de modelos econométricos formales en la elaboración de las previsiones. Las respuestas pusieron de manifiesto que la utilización de modelos para elaborar las predicciones es una práctica muy extendida, pero la mayoría de los encuestados incluyen valoraciones de expertos además de previsiones basadas en modelos. Por otra parte, la mayor parte de los encuestados respondió que su distribución de probabilidad se basa en valoraciones de expertos, mientras que solo una quinta parte de los participantes señaló que obtenían su distribución de probabilidad de un modelo.

El cuestionario ad hoc también puso de relieve que los encuestados utilizan una amplia variedad de modelos para elaborar sus previsiones. Los modelos de series temporales son los más usados para realizar previsiones de inflación. Los modelos macroeconómicos de oferta y demanda tradicionales también se utilizan habitualmente, especialmente para horizontes a medio y largo plazo. La mayor parte de los participantes en la encuesta señaló que las previsiones se actualizan periódicamente con arreglo a un calendario: la mitad actualiza sus previsiones trimestralmente y alrededor de una tercera parte lo hace mensualmente. Muchos actualizan también sus previsiones tras la publicación de datos o a raíz de perturbaciones graves.

Según los comentarios que realizan los participantes en la encuesta EPE habitual junto con sus previsiones de inflación, entre los principales factores que influyen en las valoraciones sobre la inflación

5 La encuesta de opinión de la Comisión Europea se realiza a escala nacional, y los resultados para la zona del euro se obtienen agregando los datos de cada país. Es de carácter cualitativo, en el sentido de que se pide a los consumidores que indiquen si esperan que la inflación aumente, disminuya o se mantenga invariable. Los resultados se resumen utilizando la denominada «estadística de saldos», que muestra la diferencia entre el porcentaje de consumidores que consideran que los precios de consumo subirán y el porcentaje que opina que se reducirán o que no se modificarán.

6 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2006.

7 Véase el documento titulado: «A summary of the results from the special questionnaire for participants of the ECB Survey of Professional Forecasters (SPF)», que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

a corto y a medio plazo se incluyen los siguientes: la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas, el tipo de cambio del euro (fundamentalmente frente al dólar), medidas de la posición cíclica de la economía (como la brecha de producción, la utilización de la capacidad productiva y la tasa de desempleo) y el crecimiento de los salarios. Además, en las últimas encuestas, las modificaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados se han mencionado cada vez con más frecuencia como factores que influyen en las perspectivas de inflación. Aunque estos factores se refieren directamente a la EPE, es probable que, en líneas generales, se apliquen a otras encuestas a expertos, habida cuenta del gran tamaño del panel de la EPE y su mezcla de instituciones financieras y no financieras⁸.

3 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Durante mucho tiempo, las encuestas eran la principal fuente de información de las expectativas de inflación del sector privado para los bancos centrales, mientras que la utilización de instrumentos financieros exigía realizar supuestos restrictivos para extraer las expectativas de inflación, lo que los hacía menos apropiados para efectuar un seguimiento periódico. Sin embargo, en los últimos años, el fuerte desarrollo de los mercados de instrumentos indicados con la inflación, principalmente los bonos indicados con la inflación, pero también derivados, como los *swaps* indicados con la inflación, así como *caps* y *floors* sobre inflación, por citar algunos⁹, ha facilitado considerablemente el cálculo de las expectativas de inflación incorporadas en los precios de los activos financieros. En esta sección se presentan algunos ejemplos de la información que proporcionan los instrumentos financieros indicados con la inflación.

SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CORTO PLAZO UTILIZANDO SWAPS INDICADOS CON LA INFLACIÓN

Los *swaps* indicados con la inflación constituyen una importante fuente de información acerca de

las expectativas de inflación del sector privado, especialmente para horizontes a corto plazo. Un *swap* indicado con la inflación es un contrato que conlleva un intercambio de un pago fijo (la denominada «parte fija» del *swap*) por la inflación observada durante un horizonte predeterminado. De este modo, durante el plazo de vigencia del contrato, el tipo de interés de la parte fija del *swap* proporciona una lectura directa de la tasa de inflación esperada por el mercado. Están disponibles diariamente para una amplia gama de horizontes.

Un indicador alternativo de los mercados financieros es la tasa de inflación implícita, que se calcula como el diferencial de rendimientos entre bonos nominales y bonos indicados con la inflación. En cambio, los *swaps* indicados con la inflación: (i) no requieren estimar las estructuras temporales de los tipos de interés nominales y reales, con lo que se evitan problemas relacionados con el hecho de que el número de bonos a corto plazo sea limitado; (ii) son menos propensos que las tasas de inflación implícitas a que se produzcan distorsiones en la liquidez resultantes de turbulencias recientes en los mercados financieros; (iii) se ven menos afectados por la estacionalidad del IAPC que las tasas de inflación implícitas y, por tanto, son más adecuados para realizar un seguimiento de las expectativas de inflación en horizontes temporales a corto plazo¹⁰.

Los *swaps* indicados con la inflación, como todos los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, pueden incluir una prima de riesgo de inflación para compensar a los inversores por los riesgos asociados a las expectativas de inflación du-

8 El panel actual de la EPE está integrado por casi 80 participantes de diversos países de la Unión Europea y, aunque con el tiempo se han registrado cambios reseñables en la composición del panel, 30 participan en la encuesta desde el principio. Los encuestados son expertos en previsión económica de los sectores financiero (55%) y no financiero (45%).

9 Para una descripción general, véase el artículo titulado «Obtención de información de los precios de los activos financieros», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2004.

10 Las tasas de inflación implícitas pueden ajustarse de efectos estacionales, pero, en general, estos suelen ser más difíciles de eliminar en horizontes temporales cortos. Véase J. Ejsing, García, J. A. y Werner, T. (2007), *The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality*, Working Paper Series, nº. 830, BCE.

rante el horizonte de las previsiones. La evidencia disponible para la zona del euro sugiere que esta prima aumenta en función del plazo de vencimiento, pero su importe y variabilidad siguen siendo muy limitados en los horizontes considerados¹¹.

En el caso concreto de la zona del euro, el mercado de *swaps* indicados con la inflación ha crecido con rapidez desde 2003, reflejando la creciente demanda de instrumentos indicados con la inflación y la oferta relativamente limitada de bonos indicados con la inflación en la zona¹². De hecho, es probable que, actualmente, la zona del euro sea el mercado de *swaps* indicados con la inflación más desarrollado del mundo, lo que hace que la información que aportan sea particularmente apropiada para realizar un seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación, principalmente para horizontes a corto y a medio plazo.

Habida cuenta del hecho de que estos instrumentos se han desarrollado recientemente, se dispone de poca evidencia empírica acerca de los factores que influyen en los *swaps* indicados con la inflación. Para determinar si estos instrumentos están relacionados con factores monetarios, de la economía real, de precio y financieros, o con una combinación de cualquiera de ellos, y en qué momento y en qué medida, se evalúa un amplio conjunto de posibles factores explicativos utilizando técnicas bayesianas de selección de modelos¹³. Concretamente, se consideran 28 variables económicas y financieras directamente observables utilizadas habitualmente para analizar la evolución de indicadores financieros de las expectativas de inflación. Para proporcionar una descripción intuitiva de los principales factores que influyen en la dinámica de los *swaps* indicados con la inflación, en el gráfico 1 se muestra la contribución de los factores más importantes a la evolución del tipo de interés de los *swaps* indicados con la inflación en un horizonte de dos años, basada en un modelo de regresión lineal. La elección de este horizonte está motivada por la disponibilidad de datos, pero resultados cualitativamente similares son válidos para otros vencimientos¹⁴.

Dos ideas son especialmente dignas de mención. En primer lugar, los *swaps* indicados con la infla-

ción indican que en el primer semestre de 2008 aumentaron considerablemente las expectativas de inflación a corto y a medio plazo, aumento que cambió bruscamente de sentido tras la intensificación de la crisis en el otoño de 2008.

En segundo lugar, la fuerte revisión a la baja de las expectativas de inflación estuvo motivada, en gran parte, no solo por la caída de los precios del petróleo, sino también por el acusado deterioro de los indicadores de confianza, así como por factores financieros (como el aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles según el índice VIX). Además, estos factores, junto con un crecimiento moderado de los agregados monetarios, también constituyen la principal explicación al hecho de que las expectativas de inflación se hayan mantenido en niveles tan moderados desde principios de 2009.

11 Véase J. A. García y Werner, T. (2010): *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper Series, n.º 1162, BCE.

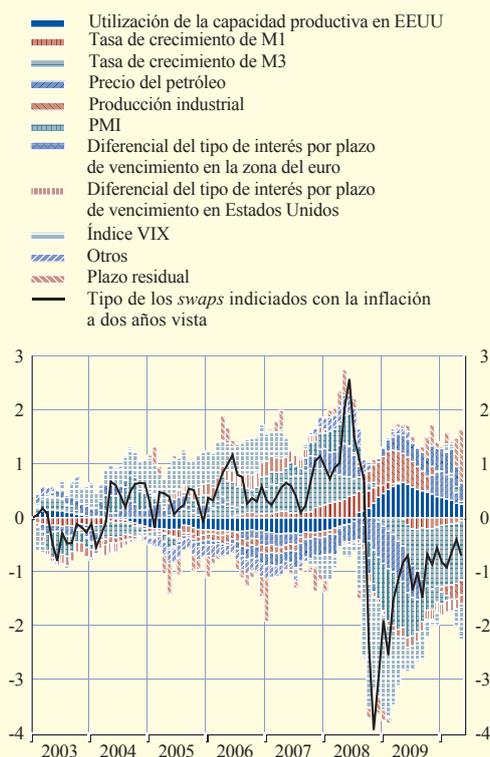
12 Para una descripción general y algunas comparaciones internacionales, véase J. A. García y Van Rixtel, A. (2007), *Inflation-linked bonds from a central bank perspective*, Occasional Paper Series, n.º 62, BCE, y las referencias que se incluyen.

13 Para investigar el vínculo entre las expectativas de inflación y sus posibles determinantes, se supone que: $ILSt = aILS_{t-1} + bX_t + e_t$, donde ILS_t es la medida de las expectativas de inflación (*swap*) y X_t representa el conjunto de factores que figuran a continuación. Los posibles factores explicativos considerados son: (i) *factores monetarios* (el crecimiento de M1 y M3); (ii) *los precios de las materias primas y los tipos de cambio* (materias primas excluida la energía, los precios del petróleo en dólares estadounidenses, el tipo de cambio efectivo del euro, el TCEN); (iii) *indicadores de precios y costes* (nivel y volatilidad del IAPC general y del IAPC excluida la energía y los alimentos no elaborados, así como el del IPRI, y el crecimiento de los salarios); (iv) *indicadores de la actividad económica* (producción industrial, tasa de desempleo); (v) *indicadores de confianza* (índices de confianza de los consumidores y de la industria de la Comisión Europea, PMI); (vi) *variables financieras* (el diferencial del tipo de interés por plazo de vencimiento entre Estados Unidos y la zona del euro, el diferencial de los bonos a diez años de Estados Unidos y la zona del euro, la volatilidad del mercado de bonos, la rentabilidad a doce meses de los índices S&P500 y Euro 50, la volatilidad de los mercados bursátiles, índices VIX y VStoxx); (vii) *el entorno exterior* (IPC, producción industrial, datos de empleo del sector no agrícola y utilización de la capacidad productiva en Estados Unidos). Para más detalles sobre la transformación de datos, véase M. Ciccarelli y García, J.A. (2009), *What drives euro area break-even inflation rates?*, Working Paper Series, n.º 996, BCE. Para estimar los coeficientes del modelo y seleccionar los factores, se utiliza el «procedimiento estocástico de selección de variables» (véase E. George y McCulloch, R. (1993), «Variable selection via Gibbs sampling», *Journal of the American Statistical Association*, vol. 88, n.º 423, pp. 881- 889).

14 Obsérvese que, debido a la heterogeneidad de las unidades de medición de los factores, todas las variables que se presentan en el gráfico se han normalizado.

Gráfico 1 Determinantes de los swaps indicados con la inflación

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en la metodología introducida por Ciccarelli y García (2009).

Nota: En este gráfico se muestra la descomposición de las expectativas de inflación como la suma de las contribuciones de los factores explicativos y el plazo residual. Todas las variables se han normalizado. Los valores históricos de la variable endógena se interpretan como una desviación con respecto a la senda de referencia. Por consiguiente, las barras del gráfico reflejan la desviación de las expectativas de inflación con respecto a la mediana de la muestra explicada por la desviación de cada variable explicativa con respecto a la respectiva senda de referencia (es decir, la mediana de la muestra). Las contribuciones se basan en las medianas a posteriori.

SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

Además de ayudar a realizar un seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación a corto plazo, los instrumentos indicados con la inflación proporcionan información crucial sobre las expectativas a largo plazo. El fuerte desarrollo del mercado de bonos indicados con la inflación en la zona del euro desde 2004 ha contribuido a aumentar la fiabilidad de las tasas de inflación implícitas estimadas a partir del diferencial de rendimientos entre los bonos nomi-

nales y los bonos indicados con la inflación¹⁵. De hecho, la utilización de datos de este mercado permite aprovechar toda la información sobre la estructura temporal de los tipos de interés nominales y reales.

Sin embargo, la extracción de expectativas de inflación a largo plazo a partir de instrumentos financieros se ve dificultada por las primas de riesgo de inflación que exigen los inversores como compensación por los riesgos en torno a las expectativas de inflación que se utilizan como referencia. Además, durante la crisis financiera reciente, la presencia de fuertes distorsiones en la liquidez que han variado con el tiempo en el mercado de bonos ha aumentado las dificultades para interpretar la evolución de las tasas de inflación implícitas (*forward*) a largo plazo.

Por consiguiente, el seguimiento de las tasas de inflación implícitas a largo plazo requiere una especificación detallada de la estructura temporal. Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro y las primas de riesgo de inflación pueden estimarse utilizando modelos de estructura temporal. Para identificar mejor estas primas, en consonancia con la literatura reciente sobre la estructura temporal, los rendimientos de los bonos indicados con la inflación se usan para determinar los rendimientos reales, y las expectativas de inflación basadas en los resultados de la EPE del BCE también ayudan a identificar la inflación esperada¹⁶. A partir de ese enfoque de modelización, en el gráfico 2 se muestra la descomposición de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo utilizando un modelo de estructura temporal sin arbitraje que incorpora los rendimientos de los bonos indicados con la inflación y las expectativas de inflación a largo plazo basadas en la encuesta¹⁷. El gráfico muestra al-

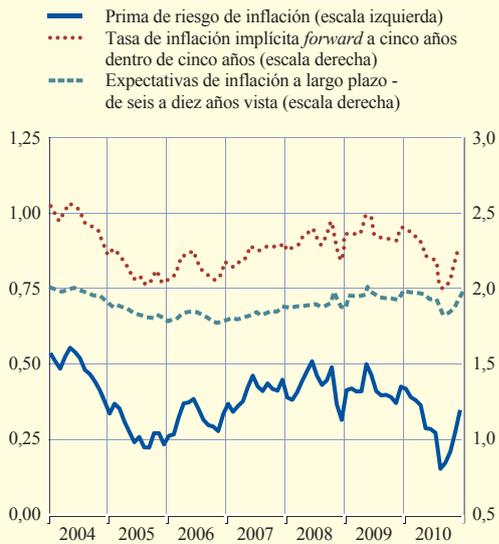
15 Para una descripción y una comparación a escala internacional, véase J. A. García y van Rixtel, A. (2007), *Inflation-linked bonds from a central bank perspective*, Occasional Paper Series, n.º 62, BCE, y las referencias incluidas.

16 Para detalles del modelo, véase J. A. García y Werner, T. (2010), *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper Series, n.º 1162, BCE.

17 En consonancia con la literatura reciente, el modelo incluye errores de medición para todas las variables, permitiendo una corrección por el nivel de liquidez y por otras posibles distorsiones en los mercados de bonos durante la crisis financiera, lo que es crucial para realizar una valoración exhaustiva de la evolución de las tasas de inflación implícitas, de las expectativas de inflación y de las primas de riesgo de inflación.

Gráfico 2 Descomposición de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo basada en un modelo de estructura temporal

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y sus componentes son para el horizonte *forward* a cinco años dentro de cinco años. Para conocer detalles del modelo de estructura temporal, véase García y Werner (2010).

gunas de las principales características de las expectativas de inflación a largo plazo (y de las primas relacionadas) en la zona del euro. En primer lugar, las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores están firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios, y se ha de destacar que se han mantenido en estos niveles desde que las turbulencias financieras se intensificaron¹⁸. En segundo lugar, la prima de riesgo de inflación es, por el contrario, mucho más volátil, y explica una parte significativa de la volatilidad de las tasas de inflación implícitas a largo plazo. En promedio, la prima de riesgo de inflación a largo plazo se ha situado en unos 40 puntos básicos, pero disminuyó considerablemente en el verano de 2010, posiblemente como consecuencia de la percepción de menores riesgos de inflación entre los inversores, en un entorno de creciente preocupación acerca de la posibilidad de que se produjera una desaceleración de la economía mundial en el segundo semestre del año. Una vez más es importante señalar que, en cambio, el nivel de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvo prác-

ticamente sin variaciones durante ese período. En cualquier caso, aunque la especificación del modelo de estructura temporal utilizado aquí se ha realizado con mucho cuidado, la modelización de los mercados de bonos durante la crisis financiera ha planteado serias dificultades que deben tomarse en consideración.

4 EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

El BCE utiliza medidas de las expectativas de inflación para conocer las expectativas del sector privado, para contrastar su propia valoración de las perspectivas futuras de inflación y utilizados como parte de un conjunto de indicadores para evaluar la percepción de la credibilidad de su política monetaria. Obviamente, todas las medidas existentes tienen limitaciones y son calibraciones imperfectas de las «verdaderas» expectativas de inflación, no observadas, del sector privado. Por ejemplo, las medidas obtenidas de instrumentos financieros, que se basan en operaciones de mercado y están disponibles en tiempo real para una amplia gama de vencimientos, pueden verse afectadas por primas de riesgo no observables que varían con el tiempo. En cambio, aunque las medidas basadas en encuestas no se ven distorsionadas por primas de riesgo no observables, no están vinculadas necesariamente al comportamiento económico real y pueden ser de carácter más retrospectivo. Esto se debe a que es posible que las previsiones individuales solo se actualicen a intervalos fijos y a que, obviamente, la recopilación de información y la elaboración de las previsiones lleva tiempo. Una valoración exhaustiva de estas limitaciones y de las ventajas e inconvenientes relativos de los dos tipos de medida permite realizar un análisis combinado en el que todas las medidas disponibles se utilizan conjuntamente y las conclusiones de todos los indicadores se contrastan entre sí.

A este respecto es importante considerar el comportamiento de las diversas medidas de las expec-

¹⁸ Véase el recuadro 4, titulado «Valoración de la evolución reciente de las tasas de inflación implícita *forward* a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2009.

tativas de inflación en los últimos años, teniendo en cuenta la excepcional volatilidad de las tasas de inflación observadas generada por la combinación de perturbaciones en los precios de las materias primas y el impacto de la crisis financiera. En concreto, resulta instructivo centrarse en el verano de 2008, en el que la inflación se incrementó temporalmente como consecuencia de las fuertes subidas de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y su transmisión a los precios de consumo, así como en el otoño de ese mismo año, cuando la crisis financiera se intensificó en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos.

LAS PERTURBACIONES EN LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN 2007-2008

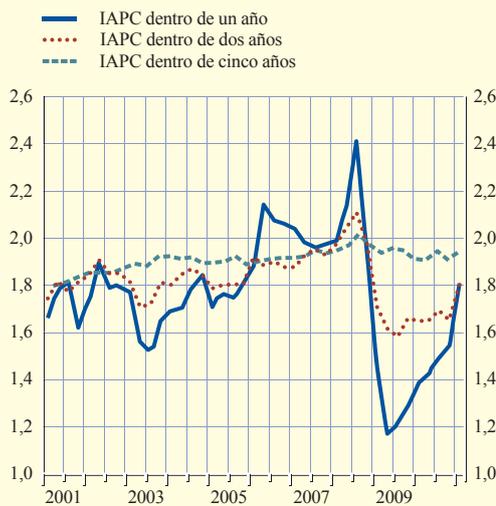
A raíz de las fuertes perturbaciones que se registraron en los precios de las materias primas en 2007 y 2008, que hicieron que la inflación interanual medida por el IAPC aumentara hasta el 4% en el verano de 2008, las expectativas de inflación proporcionaron una herramienta clave para valorar los riesgos de efectos de segunda vuelta sobre la inflación.

Cuando la inflación observada comenzó a aumentar en los últimos meses de 2007, las expectativas de inflación a corto plazo se revisaron progresivamente al alza. Por ejemplo, en sus expectativas, la mayor parte de los participantes en la EPE expresaron su preocupación acerca de la posibilidad de que se incrementara la inflación para un horizonte de un año y, en menor medida, de dos años (véase gráfico 3)¹⁹. De igual modo, las expectativas a corto plazo obtenidas de los *swaps* indicados con la inflación aumentaron en el segundo trimestre de 2008 (véase gráfico 4). Inicialmente, las expectativas a largo plazo se mantuvieron moderadas, reflejo, posiblemente, de la percepción de que la perturbación en los precios de las materias primas era de carácter transitorio y del hecho de que se esperaba que el BCE reaccionara ante el incremento de la inflación, pero comenzaron a aumentar en el verano de 2008 (véanse gráficos 3 y 4).

La preocupación de los mercados acerca de la inflación también quedó reflejada en la distribución

Gráfico 3 Expectativas de inflación obtenidas de la EPE

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 4 Tipos de interés *forward* de los *swaps* indicados con la inflación en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: ICAP y Reuters.

¹⁹ Otras medidas de las expectativas basadas en encuestas, como las de Consensus Economics y las del Barómetro de la Zona del Euro, mostraron patrones similares.

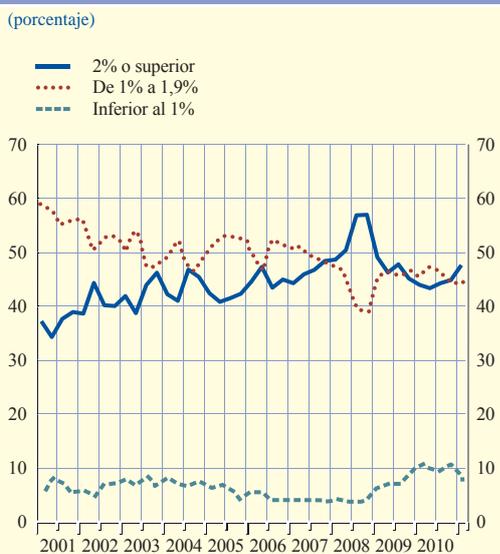
de probabilidad agregada obtenida a partir de los resultados de la EPE. En las dos rondas de la EPE realizadas en julio y octubre de 2008, cuando los últimos datos disponibles situaban la tasa de inflación interanual de la zona del euro en el 4% en junio y en el 3,6% en septiembre, los expertos asignaron una probabilidad considerablemente más alta a un resultado de inflación a largo plazo del 2% o por encima de este valor (véase gráfico 5). El aumento de las expectativas de inflación a largo plazo en la EPE, así como la mayor probabilidad asignada por los participantes en la encuesta a una inflación por encima de la definición de estabilidad de precios del BCE, fueron dos de los elementos que respaldaron la valoración general que se plasmó en la decisión de política monetaria de incrementar los tipos de interés en julio de 2008²⁰. Posteriormente, después de que el BCE subiera los tipos de interés y se intensificara la crisis financiera, la inquietud en torno a un aumento de la inflación a más largo plazo disminuyó con rapidez. Las expectativas de inflación a corto plazo, especialmente las obtenidas de instrumentos financieros, cayeron rápidamente (véase gráfico 4).

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DURANTE LA CRISIS

El período inmediatamente posterior a la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos, en septiembre de 2008, representa otro caso práctico para examinar la utilidad de los indicadores de expectativas de inflación. Cuando la economía internacional experimentó una de las peores recesiones en generaciones, surgieron preocupaciones en los mercados en torno a la inflación y a la deflación. Por un lado, cuando se produjo una brusca caída de la demanda y del producto y un aumento del desempleo, la capacidad productiva sin utilizar se incrementó y surgieron presiones a la baja sobre la inflación. Esto a su vez, generó temores de que siguiera un período prolongado de deflación²¹. Por otro, las fuertes presiones recesivas suscitaron una respuesta sin precedentes de las políticas monetaria y fiscal, que hicieron que algunos observadores sostuvieran que la inflación era la principal amenaza. Según esta valoración, la abundancia de liquidez, junto con los elevados déficits presupuestarios, provocarían inflación cuando la recuperación estuviera en marcha si los responsables políticos no podían o no estaban dispuestos a retirar las medidas de estímulo a tiempo. Las expectativas de inflación constituyen una importante herramienta para valorar los riesgos, especialmente en un entorno sometido a presiones alcistas y bajistas sobre la estabilidad de precios.

Pese a que la inflación interanual se redujo hasta situarse en el 0,3% en 2009, la previsión de los mercados sobre el riesgo de deflación en la zona del euro fue siempre que este riesgo era reducido. Por ejemplo, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron firmemente

Gráfico 5 Probabilidad de un resultado de inflación a largo plazo en intervalos determinados

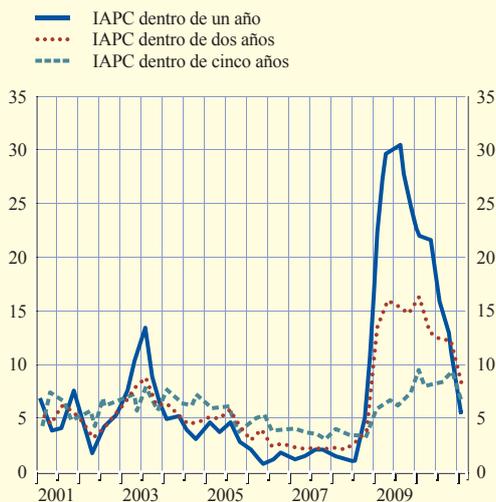


Fuente: BCE.
Nota: Información procedente de la distribución de probabilidad agregada.

- 20 El editorial del Boletín Mensual de julio de 2008 reza como sigue: «El Consejo de Gobierno ha adoptado esta decisión [aumentar los tipos de interés] con el propósito de prevenir la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados y de contrarrestar el aumento de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo». «El Consejo de Gobierno subraya que [...] tiene la clara determinación de mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios».
- 21 Véase, por ejemplo, el capítulo 1 de la publicación *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2009, y J. Decressin, y Laxton, D. (2009), *Gauging Risks for Deflation*, IMF Staff Position Note n.º 09/01.

Gráfico 6 Probabilidad de una tasa de inflación del 0% o superior, e inferior al 1%

(porcentaje)



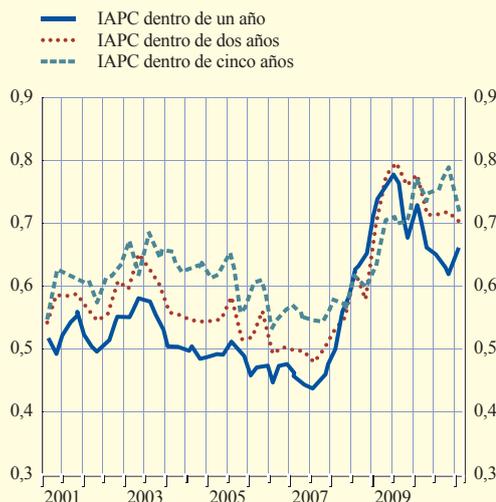
Fuente: BCE.

ancladas en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE en 2009. Además, a mediados de ese año, los participantes en la EPE asignaron una probabilidad muy baja (inferior al 4%) a que la inflación fuera negativa al cabo de dos años. Al mismo tiempo, se percibía como más probable que la inflación se mantuviera positiva pero en niveles bajos, ya que se consideró que la probabilidad de que la inflación se situara entre el 0% y el 1% al cabo de un año era de aproximadamente el 30% en el segundo trimestre de 2009, y posteriormente experimentó un descenso significativo (véase gráfico 6).

El hecho de que, en el otoño de 2008, el entorno económico cambiara con rapidez, hizo que los expertos revisaran a la baja sus expectativas de inflación a corto y a medio plazo. La incertidumbre existente, en general, en torno a la evolución económica en ese período y en el futuro se incrementó sustancialmente, lo que quedó claramente reflejado en las distribuciones de probabilidad de los expertos recogidas en la EPE. La incertidumbre agregada, la medida que recoge tanto valoraciones divergentes de los expertos como la incertidumbre que cada uno asigna a su previsión, siguió siendo eleva-

Gráfico 7 Incertidumbre agregada

(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La incertidumbre agregada se mide como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada en la EPE.

da, y continuó aumentando ligeramente para todos los horizontes de las previsiones (véase gráfico 7), tras los incrementos registrados en 2008 asociados a las perturbaciones en los precios del petróleo y de los alimentos²². No obstante, estos aumentos de la incertidumbre no fueron específicos de la inflación ni, ciertamente, de la EPE, ya que también se observaron en esta encuesta en lo que respecta al crecimiento del PIB real y el desempleo, así como en otras encuestas al sector privado²³. Aunque desde principios de 2010 hay algunas señales de disminución de la incertidumbre, sigue siendo más pronunciada que antes de la crisis.

22 Por ejemplo, la desviación típica de las previsiones de inflación para la zona del euro para el año 2009 en el panel de Consensus Economics —otra medida de la incertidumbre entre los expertos en previsión— aumentó sustancialmente en otoño de 2008, y en diciembre se situó en un máximo sin precedentes, el doble de la media a cinco años de la desviación típica en este horizonte de predicción. Para un análisis detallado de las medidas de la incertidumbre que pueden obtenerse de la EPE, véase el recuadro titulado «Medidas de las percepciones sobre la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

23 Para un análisis de la evolución de la incertidumbre, incluida información procedente de las previsiones de Consensus Economics, véase el recuadro titulado «Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2009.

En cuanto a los indicadores financieros, las expectativas extraídas de instrumentos financieros apuntaban a la existencia de mayores riesgos de deflación a corto plazo durante la crisis financiera que los indicadores basados en encuestas. Además del escenario de base mostrado por los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación analizado en la sección anterior, se puede obtener información adicional considerando las distribuciones de probabilidad de resultados de inflación calculadas a partir de opciones sobre inflación (*caps* y *floors*) negociadas durante un horizonte de un año²⁴. En el gráfico 8 se muestran bandas de probabilidad de diversos resultados de inflación en un horizonte de un año. Las opciones sobre inflación también sugieren que se produjo un cambio muy importante en las expectativas de inflación a finales de 2008. La tendencia al alza de la inflación observada y esperada en el primer semestre de 2008 también fue acompañada de un aumento de la incertidumbre y de los riesgos de inflación. La intensificación de la crisis en el otoño de 2008 dio lugar a un nuevo incremento de la incertidumbre en torno a la inflación, así como un aumento considerable de la probabilidad de deflación. A partir de 2009, los

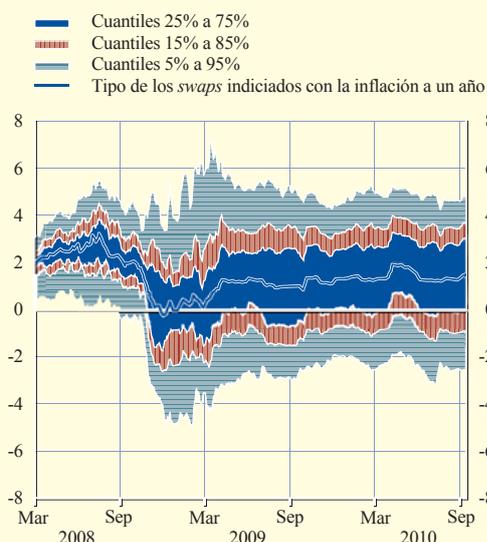
riesgos de deflación disminuyeron, aunque la incertidumbre que rodea a la inflación ha seguido siendo sustancialmente más elevada que antes de la crisis, como indica el hecho de que el intervalo de confianza en torno a la mediana de las expectativas de inflación que se muestra en el gráfico 8 todavía sea amplio.

Durante esta época de turbulencias, las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido bien ancladas (véase gráfico 9): la media y la mediana de las predicciones puntuales de la EPE han fluctuado entre el 1,9% y el 2% en los dos últimos años. Las previsiones a largo plazo de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro han sido algo más volátiles. No obstante, como el número de participantes en estas dos encuestas es menor que en la EPE, los resultados medios son más sensibles a valores atípicos. Las medidas basadas en los mercados

24 El cálculo de las densidades de inflación implícitas se basa en una interpolación *spline* de las volatilidades implícitas extraídas de los *caps* y *floors* sobre inflación, basadas en la fórmula Black-Scholes. Para una aplicación de esta metodología, véase S. Kruse (2010), «On the Pricing of Inflation-Indexed Options», *European Actuarial Journal*, de próxima publicación.

Gráfico 8 Bandas de probabilidad de diversos resultados de inflación dentro de un año obtenidas de las opciones sobre inflación de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Gráfico 9 Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de diversas fuentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, BCE y Barómetro de la Zona del Euro.

disminuyeron menos de 1 punto porcentual al final de 2008. Como se ha señalado en la sección 3, esta disminución se debió fundamentalmente a la reducción de las primas de riesgo, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado se mantuvieron prácticamente estables durante la crisis financiera. La

estabilidad observada, en general, en las expectativas de inflación a largo plazo, sugiere que la credibilidad de la política monetaria no se vio seriamente afectada durante la crisis. En el recuadro que figura a continuación se considera la evolución de las expectativas de inflación en otras economías fuera de la zona del euro.

Recuadro

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A ESCALA INTERNACIONAL

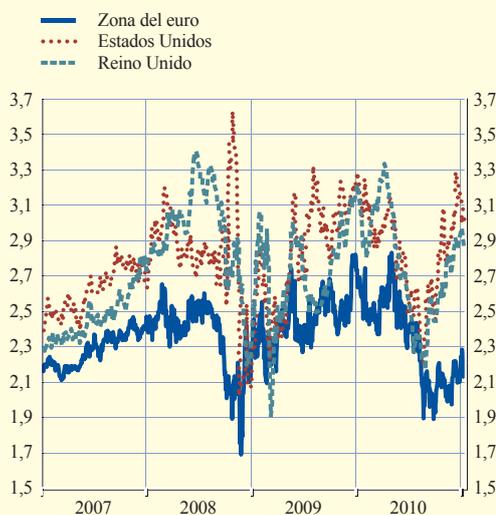
En este recuadro se analiza la evolución de indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros y en encuestas, de manera similar a los presentados en el texto principal, para otras economías avanzadas fuera de la zona del euro, en particular Estados Unidos y el Reino Unido. En general, la comparación apunta a una evolución parecida de las expectativas de inflación entre las economías avanzadas, ya que las expectativas a largo plazo han permanecido bien ancladas, en general, aunque perturbaciones de carácter transitorio específicas de cada país han tendido a dar como resultado cierto grado de divergencia en la evolución de las expectativas de inflación a corto y a medio plazo.

Las expectativas de inflación durante la crisis

Cuando, en 2008, la crisis financiera y económica internacional se intensificó, el producto a escala global experimentó un acusado descenso que generó presiones a la baja sobre la inflación mundial. En este contexto, las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo y los tipos de interés de los *swaps* indiciados con la inflación son indicadores de utilidad para interpretar la fuerte caída de las expectativas de inflación en comparación con la zona del euro (véanse gráficos A y B). Ciertamente, la disminución de las tasas de inflación implícitas en Estados Unidos y en el Reino Unido fue más pronunciada que la observada en zona del euro. No obstante, las expectativas de inflación basadas en los mercados también han aumentado sustancialmente su volatilidad y se han visto influidas por las primas de liquidez, así como por factores técnicos. Aunque los indicadores a corto plazo basados en encuestas también mostraron patrones similares, los descensos fueron de carácter más transitorio. En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas, como las elaboradas por Consensus Economics, se mantuvieron bastante estables (véase gráfico C). Esto sugiere que, pese a las considerables fluctuaciones de la infla-

Gráfico A Tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años

(tasas de variación interanual)

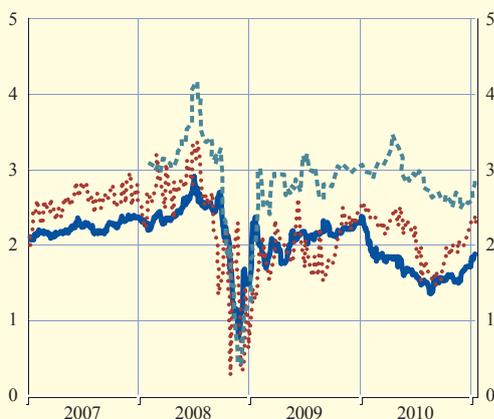


Fuentes: Reuters, BCE, cálculos de expertos de la Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

Gráfico B Tipos de interés forward de los swaps iniciados con la inflación a un año dentro de dos años

(tasas de variación interanual)

— Zona del euro
 Estados Unidos
 - - - - Reino Unido

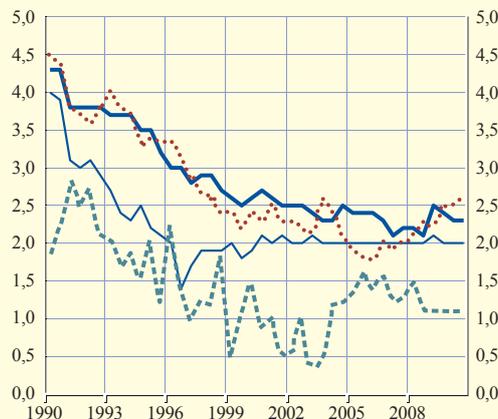


Fuentes: ICAP y Reuters.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de seis a diez años vista

(tasas de variación interanual)

— Estados Unidos
 Reino Unido
 - - - - Japón
 — Canadá



Fuente: Consensus Economics.

ción general, las expectativas a largo plazo permanecieron bien ancladas durante la crisis. Mientras tanto, no resulta sorprendente que las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas hayan permanecido en niveles relativamente reducidos en Japón, dada su prolongada experiencia de inflación muy baja. En Canadá, las expectativas de inflación a largo plazo fundamentalmente se mantuvieron en el nivel establecido como objetivo por las autoridades monetarias durante la crisis.

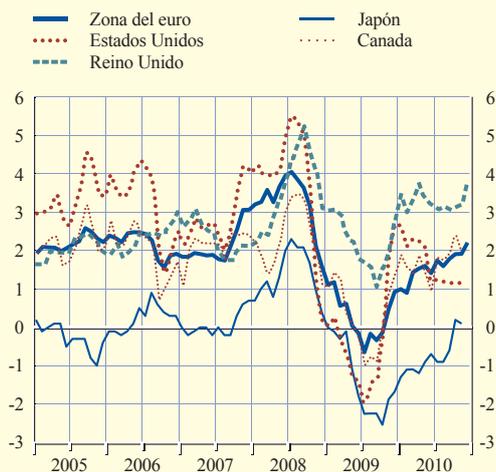
Las expectativas de inflación en 2010

Después de que el crecimiento económico registrara una recuperación a principios de 2010, cierta pérdida de impulso en durante el verano generó nuevas preocupaciones en torno a la posibilidad de deflación en Estados Unidos. Las expectativas de inflación basadas en los mercados disminuyeron en Estados Unidos y en el Reino Unido, al igual que en la zona del euro, antes de repuntar hacia el final del año. Mientras, el aumento de la inflación observada en el Reino Unido a partir de principios de 2010 (véase gráfico D), debido principalmente a la subida del IVA y al impacto de la depreciación de la libra esterlina, quedó reflejado, en cierta medida, en un aumento de las expectativas de inflación a corto plazo basadas en los mercados. Aunque estos patrones para Estados Unidos y el Reino Unido también fueron evidentes, en parte, en los indicadores basados en encuestas, como en las previsiones de Consensus Economics (véase gráfico C), las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron dentro de sus niveles históricos, lo que sugiere que las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas. Otros indicadores basados en encuestas respaldan esta valoración¹.

1 Para Estados Unidos, por ejemplo, la medida de las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores (de cinco a diez años vista) calculada por la Universidad de Michigan cayó hasta el 2,7% en septiembre de 2010, pero repuntó hasta situarse en el 2,8% en diciembre. Las expectativas de inflación dentro de diez años de la EPE y la inflación media esperada para los diez próximos años de la encuesta Livingston eran del 2,2% y el 2,5% en noviembre y diciembre, respectivamente. Los tres indicadores se situaron próximos a sus medias históricas.

Gráfico D Tasas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BEA y BPI.

En líneas generales, el análisis de la evolución de los indicadores de expectativas de inflación durante la crisis y en el verano de 2010 muestra las ventajas de combinar información procedente tanto de encuestas como de los mercados financieros, en los casos en que estén disponibles, para valorar la evolución, no solo en la zona del euro, sino también en otras economías avanzadas. En resumen, las tendencias en las expectativas de inflación en las economías avanzadas han sido similares, en general, a las de la zona del euro en los últimos años, en los que las expectativas a largo plazo han permanecido bien ancladas. Sin embargo, perturbaciones de carácter transitorio específicas de cada país han hecho que la trayectoria de las expectativas de inflación a corto y medio plazo sea divergente.

5 CONCLUSIONES

El BCE utiliza las expectativas de inflación para conocer la valoración del sector privado de las perspectivas futuras de inflación y, como parte de un conjunto de indicadores, para evaluar las percepciones acerca de la credibilidad de la política monetaria. Son importantes para obtener una indicación de la confianza de la opinión pública en la capacidad del banco central para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. En la zona del euro se dispone de varias medidas, algunas obtenidas de encuestas y otras de los mercados financieros, que abarcan horizontes tanto a corto como a medio y largo plazo. El análisis de los principales factores que influyen en las diversas medidas disponibles de las expectativas en la zona del euro muestra que, en distintos horizontes, los indicadores tienden a responder a información diferente: las perturbaciones de carácter transitorio que afectan a componentes volátiles tienden a ser más importantes en el corto plazo, mientras que las expectativas a largo plazo son, en general, insensibles a las noticias económicas. El hecho de que las expectativas a largo plazo hayan permanecido bien ancladas en niveles próximos al 2% en los tres últimos años, que han sido relativamente complejos

para la política monetaria como consecuencia de las fuertes perturbaciones que han afectado a la zona del euro y a la economía mundial, ha facilitado la instrumentación de la política monetaria y demuestra la credibilidad que ha conseguido el BCE como banco central orientado hacia la estabilidad de precios.

Sin embargo, no hay margen para la autocomplacencia, ya que las medidas de la incertidumbre y la falta de acuerdo que se desprende de las expectativas basadas en encuestas, por ejemplo, aumentaron inmediatamente después de la crisis financiera, y todavía no han retornado a sus niveles anteriores; además, las primas de riesgo de inflación incorporadas en los precios de los activos han seguido siendo considerables.

De cara al futuro, es fundamental que la política monetaria siga manteniendo la estabilidad de precios y preserve la credibilidad en lo que respecta a garantizar dicha estabilidad en el tiempo. Si los inversores y los agentes económicos tienen la seguridad de que la inflación se mantendrá estable en el futuro como consecuencia de la credibilidad de la política monetaria, las expectativas de inflación permanecerán bien ancladas y los inversores

exigirán menores primas de riesgo de inflación lo que, a su vez, fomentará un mayor crecimiento en la zona del euro. Esta es la mejor aportación que la política monetaria puede hacer para promover un crecimiento equilibrado y un nivel de vida mejor en la zona.