

EL DESCENSO DE LA INFLACIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA

José Viñals(*)

Es para mi un honor estar hoy aquí, en la London School of Economics, para pronunciar la conferencia anual sobre banca central. Permítanme, por tanto, que comience agradeciendo a los organizadores y, en especial, a la Fundación LSE y a la dirección su amable invitación para hablar ante tan distinguido público.

Durante mi estancia como estudiante en la LSE, hace ahora veinte años, aprendí muchas cosas que contribuyeron a mi desarrollo como economista y como ser humano. Pero, tal vez, lo más importante que aprendí fue que la economía, lejos de ser la "ciencia abismal" que decía Thomas Carlyle, constituye una poderosa disciplina para comprender aspectos muy relevantes de la conducta social y un instrumento muy importante para servir al interés público. A este respecto, quiero señalar al principio de mi conferencia que, en una democracia, los bancos centrales son instituciones que existen para servir al interés público, y que la mejor manera de llevar a cabo dicho servicio es crear un entorno económico y financiero estable para el desarrollo de la actividad económica.

Durante el curso de mi intervención, deseo centrar mi atención en las cuestiones referentes a la estabilidad monetaria. Y no porque considere que la estabilidad financiera no tiene importancia, que la tiene y mucha; sino porque el examen de la estabilidad monetaria me permitirá abordar las relaciones entre la conducta del banco central, la política monetaria y la inflación, que es el tema principal de mi conferencia.

Aunque es suficientemente conocido el hecho de que, con gran frecuencia, los economistas no suelen estar de acuerdo entre sí, en la actualidad existe un consenso generalizado acerca de que, uno de los fenómenos económicos más notables de los últimos diez años ha sido la reducción tan significativa de la infla-

ción que ha tenido lugar en numerosos países; un hecho que, hace algún tiempo, parecía imposible.

A efectos de indicar la magnitud del cambio experimentado, conviene recordar que, a mediados de los años 80, la tasa de inflación, por término medio, era el 5% en el conjunto de los países industriales, en comparación con el 2% actual; el 35% en los países en desarrollo, en comparación con el 11% actual; y el 7% en la Unión Europea (UE), en comparación con el 2% actual. También es significativo el hecho de que las tasas de paro, si bien continúan siendo en muchos países más elevadas de lo que sería económica y socialmente deseable, en general no son actualmente más altas de lo que lo eran a mediados de los años 80.

A la luz de estos rasgos básicos se plantean dos cuestiones relevantes: qué explica el descenso tan acusado de la inflación; y en qué medida es la situación actual de baja inflación un equilibrio que pudiera considerarse estable.

Como es habitual, pocas cosas hay tan susceptibles de ser mal interpretadas como el éxito. Quizás, por esta razón, en los últimos años ha habido una oferta abundante de explicaciones populares de porqué la inflación se ha reducido tanto en el ámbito internacional(1). Una de las explicaciones más conocidas pone su énfasis en el proceso de integración económica mundial, alegando que el incremento de la competencia exterior derivado de la mayor integración comercial habría mitigado las presiones inflacionistas en los sectores y mercados sometidos a la competencia exterior. Y argumentando, al mismo tiempo, que los avances en la integración financiera junto a la creciente globalización y sofisticación de los mercados financieros internacionales, habrían acelerado e intensificado las sanciones que los mercados imponen a los países que siguen políticas que

no resultan coherentes con el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica.

No niego que los avances en los procesos de integración económica y financiera internacionales hayan contribuido eficazmente a que las autoridades nacionales sean más conscientes de las repercusiones de sus acciones y que, al mismo tiempo, hayan amplificado dichas repercusiones. También acepto que una competencia exterior más intensa puede haber resultado en unos precios más bajos en los sectores productores de bienes comerciables y cuasicomerciables de numerosos países. Pero no estoy seguro de porqué, si ésta fuese la explicación principal de la reducción de la inflación en los últimos diez años, no bajó la inflación, sino que subió, en décadas anteriores, en las que también se registraron avances significativos en el proceso de integración económica internacional.

Debe reconocerse asimismo que, en los últimos diez años, el entorno económico internacional se ha beneficiado de la ausencia de shocks adversos de los precios de energía, como los ocurridos a mediados y final de los años setenta, y que hoy en día estamos disfrutando de las repercusiones favorables de unos precios mundiales de energía y de otras materias primas muy bajos en relación con sus niveles pasados. Sin embargo, considero que la inflación de los años setenta no fue debida solamente a la aparición de shocks de oferta adversos. Si la inflación persistió, fue debido, principalmente, a la instrumentación por parte de la mayoría de los países industriales de unas políticas de demanda que resultaban inapropiadas para hacer frente a dichos shocks en un entorno social en el que la estabilidad de precios no estaba suficientemente valorada.

Por las razones anteriores, querría dedicar el resto de mi conferencia a explicar lo que considero es una explicación más tradicional, pero muy importante, de los formidables progresos que se han realizado en los últimos diez o quince años en la consecución de la estabilidad monetaria.

En mi opinión, las claves que se encuentran tras los éxitos cosechados en numerosos países en la lucha contra la inflación son, de una parte, la percepción progresiva de la sociedad, basada en las experiencias del pasado, de que

la inflación entraña unos costes económicos que son mucho más importantes de lo que se pensaba, y que el controlarla con éxito es una condición esencial para conseguir un crecimiento económico sostenido; y, de otra parte, que las autoridades –y en especial los bancos centrales– son cada vez más conscientes de que la instrumentación de políticas activistas de demanda resultan ineficaces para mejorar de forma duradera las perspectivas de crecimiento y empleo y acaban teniendo consecuencias inflacionistas que erosionan al bienestar económico y social.

Para presentar esas ideas de un modo más o menos organizado dedicaré la primera parte de mi conferencia a describir sucintamente el estado del conocimiento actual acerca de los costes económicos de la inflación, con el fin de intentar explicar porqué hay hoy en día una preferencia social más alta por las políticas orientadas hacia la estabilidad. A continuación, examinaré cuáles son las opiniones prevalentes en los bancos centrales acerca de los principales factores que determinan la inflación a corto y a medio plazo, y acerca de las condiciones bajo las que puede esperarse que la política monetaria tenga éxito en alcanzar y mantener tasas de inflación muy reducidas. Por último, me referiré a la experiencia reciente de los bancos centrales con estrategias alternativas de política monetaria antiinflacionista y a las lecciones que pueden sacarse de dicha experiencia.

* * *

Generalmente se supone que los *costes de la inflación* surgen cuando la economía se aparta de manera prolongada de lo que constituye una situación de estabilidad de precios, esta última definida –siguiendo a Alan Greenspan– como una tasa de inflación lo suficientemente reducida como para no perturbar los procesos de toma de decisiones por parte de los agentes económicos. En términos numéricos, me viene a considerarse que una tasa anual de inflación de hasta un 3% –según algunos eminentes académicos como Stanley Fischer– o un 2% –según la mayoría de los banqueros centrales– constituye una cifra razonablemente próxima a lo que, en la práctica, debe entenderse por estabilidad de precios(2). Por otra parte, las razones alegadas con frecuencia para justificar que la noción de estabilidad de

precios debe interpretarse de un modo pragmático, en vez de absoluto, son a la vez estadísticas y económicas. Estadísticas, a causa de la dificultad que existe para medir adecuadamente la evolución del coste de vida mediante los índices tradicionales de precios al consumo, dado que, según los estudios empíricos disponibles, estos últimos tienden a exagerar el aumento del coste de vida en una magnitud que ha sido estimada en varios países como entre un 0,5 y un 1,5% anual. Y razones económicas porque –según señaló Tobin hace muchos años y ha sido recordado recientemente por Akerlof, Dickens y Perry– en la medida en que existan rigideces a la baja de los niveles de los precios y los salarios, una pequeña tasa de inflación es como el "engrase en las ruedas" de la economía, que hace posible que las necesarias variaciones de precios relativos que tienen lugar regularmente se efectúen de forma fluida, lo que redundará en una mayor eficiencia en la asignación de los recursos(3).

Por tanto, si aceptamos que, en la práctica, la estabilidad de precios se corresponde con una tasa de inflación de –digamos– hasta un 2% anual, el paso siguiente es averiguar cómo percibe el público los costes de la inflación. A este respecto, en varios países se han llevado a cabo encuestas detalladas –como las realizadas por Robert Shiller– para poder responder a esta cuestión(4). Dichas encuestas muestran que el público considera que la inflación es globalmente perjudicial porque reduce el nivel de vida. Sin embargo, los resultados son mucho menos clarificadores a la hora de revelar los canales concretos a través de los cuales piensa el público que la inflación deja sentir sus costes. En consecuencia, desde un punto de vista estrictamente económico, resulta esencial suministrar una explicación teóricamente convincente y empíricamente significativa de las diversas vías a través de las que la inflación puede deteriorar el nivel de vida de la población.

En las últimas décadas y, muy especialmente, a raíz del aumento generalizado de las tasas de inflación que tuvo lugar en numerosos países tras las crisis del petróleo de mediados de los años setenta y principios de los ochenta, se ha construido un número apreciable de modelos teóricos capaces de fundamentar que la inflación resulta perjudicial para los niveles de vida y bienestar de la población. Sin embargo, no ha sido sino hasta muy recientemente cuan-

do estos avances conceptuales han venido acompañados de evidencia empírica de cierto peso, capaz de corroborar que los costes de la inflación son, además, significativos en la práctica. Por todo ello, a continuación se describe sucintamente cuáles son los principales costes asociados con la inflación para pasar, posteriormente, a resumir la evidencia empírica disponible acerca de su tamaño.

Tradicionalmente, los costes de la inflación han tendido a diferir según sea el grado de incertidumbre y volatilidad de la tasa de crecimiento de los precios. Así, incluso una tasa de inflación estable en el tiempo y perfectamente esperada por los agentes genera costes al dar lugar a aumentos de los tipos de interés nominales que, al incrementar el coste de oportunidad de mantener saldos líquidos, reducen la demanda de estos por debajo de lo que se considera eficiente. A su vez, las empresas se ven obligadas a tener que revisar con cierta frecuencia los precios de sus productos, incurriendo en los costes administrativos correspondientes.

Sin embargo, los costes más importantes de la inflación son los que se derivan de su interacción con un marco legal y contractual que no está plenamente adaptado para hacer frente a la misma y los que vienen ligados a la incertidumbre asociada a cualquier proceso inflacionista. Por lo que a los primeros se refiere, el coste más destacable es el que se produce como consecuencia de los desincentivos e ineficiencias que introduce la inflación a través del sistema fiscal, que se materializa en la elevación de las tasas efectivas de imposición, dada la falta de adaptación de los sistemas fiscales de la mayoría de los países para neutralizar por completo el impacto de la inflación.

De otra parte, dado que los procesos de inflación traen consigo un grado notable de incertidumbre y volatilidad, se generan costes económicos adicionales, por cuanto la mayor incertidumbre incorpora una prima de riesgo inflacionista sobre los tipos de interés que afecta desfavorablemente las decisiones de inversión; produce distorsiones en el sistema de precios de la economía, al hacer que muchos agentes confundan las variaciones del nivel general de precios con cambios en los precios relativos de los bienes; e induce a los agentes a dedicar un número considerable de recursos a

protegerse de la inflación, en detrimento de las actividades de naturaleza productiva. Por último, la inflación incide desfavorablemente, no sólo sobre la eficiencia sino también sobre la distribución de la renta y la riqueza, al hacer que sus costes recaigan de manera especial sobre los sectores sociales menos favorecidos, que son los que disponen de menores medios para protegerse de la inflación.

Una vez identificadas algunas de las principales vías a través de las que se manifiestan los costes económicos de la inflación, quisiera comentar brevemente cuál es la evidencia empírica acerca de la magnitud de dichos costes en la práctica.

Generalmente, los análisis existentes parten de la base de que, cualesquiera que sean las vías a través de las cuales la inflación incide desfavorablemente en la economía, aquélla, en última instancia, erosiona la evolución de la renta per cápita, disminuyendo, temporal o permanentemente, el ritmo de acumulación de los factores de producción y/o reduciendo la eficiencia con que dichos factores se emplean en los procesos productivos. Dada la diversidad de enfoques así como de ámbitos geográficos y temporales de aplicación de los estudios realizados para aproximar empíricamente el impacto a medio plazo de la inflación, no debe extrañar que los resultados de estos estudios presenten algunas diferencias apreciables. A su vez, es cierto que la mayoría de los estudios empíricos realizados hasta la fecha son susceptibles de ser criticados como incompletos en la medida en que la inflación y el crecimiento son variables que se determinan conjuntamente en un marco de equilibrio general, viniendo la relación entre dichas variables determinada, en última instancia, por la naturaleza de las políticas macroeconómicas llevadas a cabo en los distintos países. Sin embargo, los resultados que arrojan, tanto los estudios que se han dotado de un marco teórico firmemente anclado en la teoría del crecimiento como aquellos que utilizan procedimientos estadísticos para tener en cuenta la endogenidad de la inflación, tienden a corroborar la presunción de que, los países que entran en una dinámica inflacionista, en ningún caso ven mejoradas sus perspectivas de crecimiento y, en cambio, tienen una alta probabilidad de experimentar un deterioro en sus tasas de crecimiento económico durante períodos prolongados.

Los estudios y trabajos a los que he hecho referencia extraen sus resultados de combinar los datos de numerosos países durante períodos de tiempo relativamente amplios y llevar a cabo estimaciones de tipo econométrico. Por consiguiente, las conclusiones que de ellos se obtienen son las que caracterizan al país "medio" de la muestra escogida. De ahí, que tenga interés ver si la evidencia anterior –tendente a confirmar la importancia práctica de los costes de la inflación y, en consecuencia, de los beneficios de la estabilidad de precios– resulta corroborada cuando se efectúan análisis concretos y específicos de dichos costes para un país determinado que parte de una situación dada. En este sentido, quiero mencionar un proyecto muy reciente, auspiciado por el National Bureau of Economic Research, en el que académicos y banqueros centrales de numerosos países han colaborado a fin de dar respuesta a una pregunta muy concreta: ¿vale la pena pasar de tasas de inflación moderadas a tasas de inflación compatibles con la estabilidad de precios?(5)

A diferencia de los estudios multi-país antes comentados, los trabajos del proyecto National Bureau realizan un análisis minucioso del impacto económico resultante de la interacción entre la inflación y el sistema fiscal de cada país para calcular o aproximar los beneficios de pasar de una inflación moderada a una situación de estabilidad de precios, y tienen en cuenta, a su vez, los costes que puedan existir para cada país al transitar por la Curva de Phillips a corto plazo desde una tasa de inflación moderada a otra compatible con la estabilidad de precios. Una vez hechos los diversos ejercicios nacionales y estimados los beneficios netos, la conclusión generalizada es que economías como Estados Unidos, Alemania, Inglaterra o España experimentan ganancias netas permanentes de bienestar del orden del 1% del PIB cada año cuando la inflación se reduce desde el 4% al 2%.

En consecuencia, en base a la evidencia empírica disponible, puede concluirse que perseverar en la consecución de la estabilidad de precios tiene su recompensa incluso cuando ya se parte de tasas de inflación bastante reducidas. O, dicho de otra forma, una vez se han alcanzado tasas de inflación compatibles con la estabilidad de precios resulta aconsejable no abandonarlas, ya que ello entrañaría costes

significativos para el conjunto de la sociedad. No obstante, debe reconocerse que aún se está lejos de comprender adecuadamente la complejidad con que el proceso inflacionista se manifiesta en las economías modernas y de proporcionar valoraciones precisas de la verdadera magnitud de los costes que entraña dicho proceso.

* * *

Tras haber analizado algunas de las principales vías a través de las que se manifiestan los costes económicos de la inflación y haber concluido que la estabilidad de precios es percibida por el público como un objetivo de política económica altamente deseable, quisiera pasar, a continuación, a exponer cuáles son, a mi juicio, los puntos de vista actualmente prevalentes, principalmente en los bancos centrales pero también entre la mayor parte de los economistas, acerca de cuáles son los factores fundamentales que *determinan el curso de la inflación* a corto y a medio plazo, antes de pasar a explicar como esos puntos de vista están condicionando las decisiones de política monetaria.

La distinción entre el corto y el medio plazo es importante para comprender adecuadamente el proceso inflacionista, ya que, mientras que en el medio plazo es comúnmente aceptado que la inflación es predominantemente un fenómeno monetario, en el corto plazo la evolución de los precios viene condicionada por diversos factores, que inciden tanto sobre la demanda como sobre la oferta agregadas.

Por lo que respecta al análisis de la inflación desde una perspectiva de *medio plazo*, el ritmo de expansión de la liquidez constituye el determinante principal de la inflación como lo confirma el hecho de que sean aquellos países con ritmos de expansión monetaria más elevados los que, por término medio, registren tasas de inflación más altas. Aunque, en las circunstancias presentes, resulta a menudo difícil identificar qué agregado monetario concreto se corresponde más estrechamente con el concepto relevante de "liquidez", la convicción generalizada de que el control de esta resulta indispensable para alcanzar una evolución satisfactoria de la inflación explica que, incluso las autoridades monetarias de aquellos países que han adoptado esquemas de política monetaria muy

diferentes compartan la inquietud de alcanzar un ritmo de creación de dinero que, a medio plazo, resulte compatible con la financiación del crecimiento potencial de la economía en condiciones de estabilidad de precios.

Por tanto, surge la siguiente pregunta: si la inflación entraña, como hemos visto, costes económicos significativos a medio plazo para el conjunto de la sociedad, y si la política monetaria constituye el principal factor que determina el curso de la inflación en el medio plazo, ¿qué impide entonces –o qué ha impedido en el pasado en la inmensa mayoría de los países– la adopción de ritmos de expansión monetaria que resulten compatibles con alcanzar y mantener la estabilidad de precios?

La respuesta a esta pregunta no es, sin embargo, tan sencilla y directa como su enunciado parece sugerir, ya que la política monetaria, lejos de ser algo mecánico, constituye un proceso altamente complejo en el que confluyen toda una serie de factores económicos, políticos y sociales que, en última instancia, son los que terminan influyendo decisivamente en su curso. En consecuencia, es importante tratar de identificar los factores que pueden dificultar que la política monetaria se oriente eficazmente, en el medio plazo, hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Cuando se conjugan algunos de los principales resultados suministrados recientemente por la teoría monetaria con las lecciones que se desprenden de la experiencia de numerosos bancos centrales en la gestión de la política monetaria a lo largo de los años, se llega a la conclusión de que existen dos razones principales que explican que las políticas monetarias se desvíen de la senda que resulta compatible con el logro de la estabilidad de precios: las dificultades que crea una política presupuestaria estructuralmente deficitaria, y los problemas de inconsistencia dinámica suscitados por la tentación de las autoridades de explotar la relación de sustitución que, a corto plazo, se presume que existe entre paro e inflación con el fin de estimular el ritmo de actividad económica. En el medio plazo, el principal problema que una política presupuestaria desequilibrada de déficit crónicos plantea a la política monetaria es que ésta se vea abocada a mantener un ritmo de expansión de la liquidez por encima del que resulta adecuado para financiar el creci-

miento sostenido de la economía en condiciones de estabilidad de precios. La vía más directa de creación excesiva de liquidez, se da cuando el déficit público se financia mediante su monetización por el banco central. Esta situación, característica de los países no industrializados que mantienen desequilibrios agudos en sus finanzas públicas y con mercados de capitales poco desarrollados, pone de manifiesto que, en dichos países, el control del déficit público es una condición imprescindible para moderar de forma duradera el ritmo de expansión monetaria y la tasa de inflación.

Sin embargo, también los países industrializados pueden verse abocados a sufrir las desfavorables consecuencias que una política presupuestaria estructuralmente deficitaria tiene, en el medio plazo, para el rigor anti-inflacionista de la política monetaria. Como señalaron hace años Sargent y Wallace, la existencia de déficit públicos que conducen a un crecimiento insostenible del endeudamiento público puede acarrear expansiones monetarias y mayores tasas de inflación(6). Y si bien puede argumentarse que, en la actualidad, son pocos los países industrializados que, afortunadamente, se enfrentan con problemas de insostenibilidad financiera de la deuda, el argumento anterior todavía resulta relevante una vez que se considera que, en los países con déficit y niveles de endeudamiento elevados, pueden existir presiones sobre el banco central para que éste mantenga los tipos de interés relativamente reducidos, con objeto de facilitar y abaratar la financiación del déficit vía deuda. En tal caso, si bien no llega a producirse la monetización directa del déficit, sí tiene lugar su monetización indirecta que, igualmente, repercute adversamente sobre la inflación.

La opinión, cada vez más unánime, acerca de la importancia de los problemas macroeconómicos derivados de una política presupuestaria estructuralmente deficitaria, tanto por lo que respecta a su incidencia sobre la política monetaria y la inflación como por lo que se refiere a su efecto desfavorable sobre el crecimiento económico, ha llevado en estos últimos años a las autoridades de numerosos países a adoptar medidas tendentes a restablecer, con carácter duradero, un mayor equilibrio presupuestario. Así, por citar el caso más próximo de la Unión Europea, el establecimiento de normas de disciplina fiscal para regular el acceso

a la Unión Monetaria y, para evitar, una vez dentro de esta, la aparición de déficit excesivos, junto a la reciente entrada en vigor, en estos últimos años, de disposiciones legales que prohíben la financiación del sector público por parte del banco central, constituyen pasos importantes para resolver los problemas inflacionistas que, a medio plazo, se derivan de un prolongado desequilibrio presupuestario. Sin duda, el esfuerzo realizado en buen número de países a lo largo de estos últimos años para restablecer un mayor grado de disciplina presupuestaria, ha sido un elemento favorecedor de la reducción de las tasas de inflación que ha tenido lugar en el ámbito internacional.

Sin embargo, no sólo son los problemas derivados del mantenimiento de políticas fiscales inadecuadas los que se esconden tras las dificultades de la política monetaria para abatir con carácter definitivo la inflación. Según he mencionado anteriormente, existe también el problema de la inconsistencia temporal o dinámica que proviene de la tentación que experimentan las autoridades de explotar la relación de sustitución que, a corto plazo, se presume que existe entre paro e inflación con el fin de estimular la actividad económica.

La generalidad de los modelos teóricos que fundamentan este problema llega a la conclusión de que, la aplicación sistemática de políticas monetarias expansivas para impulsar la economía tan solo conduce a una inflación más elevada sin reportar beneficio duradero alguno en términos de la producción o del empleo(7). Esto es así, porque, una vez que los agentes económicos perciben cuál es la conducta de las autoridades, proceden a adaptar la evolución de los precios y los salarios en línea con unas expectativas de inflación superiores, con lo que la autoridades se ven impotentes para lograr sus objetivos de mayor producción y empleo, y deben aceptar, en cambio, una tasa de inflación más elevada y, con frecuencia, un empeoramiento de las variables reales que, en principio, trataban de relanzar.

En mi opinión, una de las contribuciones principales de la literatura de la inconsistencia dinámica a la práctica de la política monetaria es que permite identificar los factores que influyen sobre el sesgo inflacionista de la política monetaria. Así, este sesgo tenderá a estar presente cuando exista un número mayor de obje-

tivos que de instrumentos de política económica; cuando las autoridades asignen al objetivo de estabilidad de precios una importancia reducida en relación con el resto de objetivos de la política económica; cuando sean importantes las distorsiones y rigideces estructurales en los mercados de bienes y de factores; y cuando las autoridades estén convencidas de que son capaces de estimular la economía mediante una relajación del tono de la política monetaria. Permítanme que pase a efectuar, a continuación, un breve comentario sobre cada una de estas cuestiones.

Uno de los principales problemas con que se enfrentan tradicionalmente las autoridades es el de tener que alcanzar diversos objetivos de política económica sin contar con un número apropiado de instrumentos. En efecto, según señaló Tinbergen hace tiempo y calificó Brainard años después, los dilemas de política económica son debidos a que, en la práctica, no se cumple el principio básico de disponer, al menos, de tantos instrumentos como objetivos de política económica se establecen⁽⁸⁾. De este modo, cuando las autoridades tienen como meta alcanzar un ritmo elevado de actividad económica en condiciones de estabilidad de precios pero solo cuentan para ello con la colaboración de la política monetaria, pero no del resto de políticas, se produce una sobrecarga de la primera. En estas circunstancias, cuanto menor sea la importancia que las autoridades otorguen al objetivo de estabilidad de precios en relación con el objetivo de mantener un ritmo elevado de actividad económica, y cuanto más apremiadas se vean las autoridades a acortar el horizonte de las decisiones de política monetaria debido, por ejemplo, a la existencia de ciclos electorales, tanto mayor será la orientación expansiva e inflacionista de la política monetaria.

En un contexto de objetivos múltiples para la política monetaria, otro factor que, de acuerdo con los modelos de inconsistencia dinámica, influye sobre la orientación a medio plazo de la política monetaria es la diferencia que existe entre el nivel de producción potencial de la economía y el nivel de producción deseado por las autoridades. Por ejemplo, si las autoridades se marcan como objetivo alcanzar el nivel de producción potencial que prevalecería en un marco más eficiente y competitivo y, en cambio, el nivel de producción potencial efectivamente alcanzable resulta inferior como con-

secuencia de las rigideces y distorsiones que perturban el buen funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y/o del mercado de trabajo, esto induce un sesgo expansivo e inflacionista en la política monetaria. En términos menos formales, cuanto mayores son las rigideces y distorsiones que atenazan los niveles de producción y empleo de la economía, mayores suelen ser también las presiones para que la política monetaria estimule la actividad económica.

El último factor que, según la teoría de la inconsistencia dinámica, induce un sesgo expansivo en la política monetaria es la capacidad con la que, en el corto plazo, cuentan, a priori, las autoridades para provocar incrementos del ritmo de actividad económica mediante sorpresas monetarias. De ahí que, cuanto más convencidas estén las autoridades, justificadamente o no, de la capacidad de la política monetaria para estimular la economía en el corto plazo, mayor será el incentivo para expandir la liquidez de forma sistemática y apartarse de la senda de estabilidad de precios.

Una vez hechas estas consideraciones, querría referirme brevemente al papel de la política monetaria en el *corto plazo*, con objeto de valorar cuál es su capacidad para encauzar la evolución de los precios en dicho horizonte temporal.

En la práctica, es sabido que existen numerosos factores, además de los de naturaleza estrictamente monetaria, que inciden directamente en la evolución de los precios en el corto plazo. En efecto, cualquier factor que afecte a la demanda o a la oferta agregadas de la economía puede, en principio, provocar una alteración de la tasa de inflación en dicho horizonte. De ahí, que no deba extrañar el que a la hora de explicar la evolución de los precios se aluda también a otros factores como las decisiones presupuestarias y fiscales del gobierno, el comportamiento de los agentes económicos y sociales en los procesos de formación de precios y salarios, la evolución económica internacional y el curso de los precios de los productos importados. Es más, la experiencia confirma que, en plazos relativamente cortos, la influencia del conjunto de las variables anteriores sobre los precios es, a menudo, superior a la de la política monetaria, debido a que los efectos de esta última sobre las magnitudes

nominales solamente tienden a hacerse plenamente visibles con el transcurso del tiempo.

La relación que, en dicho plazo, existe entre las decisiones de política monetaria, por un lado, y la evolución de los precios y el ritmo de actividad, por otro, constituye una de las cuestiones más debatidas tradicionalmente en el ámbito de la macroeconomía y de mayor trascendencia desde un punto de vista práctico. Esto es así porque, aun si existe el firme convencimiento de que la estabilidad de precios es buena para la salud económica del país, las autoridades también deben evaluar si una política de desinflación entraña, en el corto plazo, ciertos costes en términos de la actividad económica y cuál es la previsible magnitud de estos costes, con objeto de determinar el ritmo adecuado al que debe ir reduciéndose la inflación hasta alcanzar las metas establecidas.

El conocimiento imperfecto que los economistas y los bancos centrales tenemos acerca del mecanismo de transmisión de la política monetaria al conjunto de la economía y la diversidad de experiencias registradas durante los episodios de reducción de la inflación que han tenido lugar en diferentes países, hacen muy difícil alcanzar conclusiones definitivas y válidas con carácter general acerca del impacto que la política monetaria tiene en el corto plazo sobre la evolución de los precios. Por consiguiente, a lo más que podemos aspirar es a identificar los puntos que suscitan un mayor consenso —con la esperanza de que sirvan, al menos, de guía rudimentaria a la hora de tomar decisiones— y también aquellos que, siendo importantes, permanecen más abiertos a la discusión.

El punto de consenso más extendido, es que el impacto de las medidas de política monetaria se deja sentir de manera gradual sobre los precios, como fruto de los retardos que existen en la transmisión de los movimientos en los tipos de interés oficiales a los tipos de mercado, de la respuesta paulatina de las decisiones de gasto ante alteraciones de las condiciones financieras, y de la mayor o menor lentitud con que los precios y salarios responden a las variaciones del gasto nominal.

En este sentido, otro punto de consenso es que la capacidad de la política monetaria para reducir la inflación sin originar costes transito-

rios en términos de la actividad económica será tanto mayor, cuanto más rápidamente adapten los agentes sus expectativas de inflación y cuanto mayor sea la moderación inducida en el comportamiento de los salarios y los márgenes empresariales. Por lo que a las expectativas se refiere, su adaptación será tanto más intensa y veloz cuanto mayor sea la confianza de los agentes en la perseverancia de las autoridades con la política monetaria emprendida; confianza que, a su vez, viene significativamente condicionada por la reputación anti-inflacionista de las autoridades. Y, por lo que respecta a la evolución de los salarios y los márgenes, cabe esperar que allí donde los mercados de bienes y servicios gocen de un grado más elevado de competencia y donde el mercado de trabajo sea lo suficientemente flexible para que la evolución salarial pueda adaptarse con rapidez a unas menores expectativas de inflación, tenga lugar una desaceleración más intensa de los precios y con menores repercusiones adversas a corto plazo sobre el ritmo de actividad económica.

Un último punto de consenso es que, dado que la experiencia muestra que, con frecuencia, los períodos recesivos tienden a venir precedidos de elevaciones significativas de la inflación, el evitar que la inflación aumente mediante medidas preventivas de política monetaria resulta de enorme importancia para mantener, en conjunto, una evolución estable de la producción y el empleo. De hecho, la mayoría de bancos centrales comparte la convicción de que conviene elevar preventivamente los tipos de interés una vez se detecten señales de presiones inflacionistas persistentes, con el fin de no tener que aumentarlos en mayor magnitud más adelante, dado que ello supondría mayores costes en términos de la actividad económica. No obstante, un problema que suele presentarse es que, lo que resulta evidente para el banco central, en términos de presiones inflacionistas incipientes, puede no serlo tanto para el público si la inflación todavía no ha empezado a aumentar, lo que puede llevar a retrasar la decisión de elevar los tipos de interés por miedo a que la sociedad no entienda el sentido de dicha medida.

Junto a este núcleo de consenso, que está bastante enraizado en el pensamiento de la mayoría de los bancos centrales, existe una serie de cuestiones que pueden influir en la capa-

cidad de la política monetaria para impulsar con éxito un proceso de reducción de la inflación, pero cuya importancia práctica resulta controvertida. Entre estas cuestiones, las que más atención han recibido son: el nivel inicial de la tasa de inflación, el grado de apertura de la economía y la rapidez con la que se lleva a cabo el proceso de desinflación.

Por lo que respecta a la primera, a menudo se presume que cuanto menor es la tasa de inflación de la que se parte, más difícil resulta su reducción. Esta presunción, que implica una curva de Philips a corto plazo cuya pendiente es progresivamente menor a medida que disminuye la tasa de inflación, se ve apoyada por la experiencia de aquellos países que han acometido procesos de desinflación partiendo de tasas de inflación elevadas o muy elevadas. Sin embargo, no parece que la evidencia resulte concluyente respecto de su validez cuando se aplica a la experiencia de los países industrializados, que iniciaron sus procesos de desinflación a partir de tasas significativamente más reducidas. Así, por ejemplo, la experiencia reciente de algunos países europeos –como España, Italia, Portugal y Suecia– muestra como la reducción de la inflación, incluso a partir de tasas moderadas, ha resultado considerablemente menos costosa que en pasados episodios de reducción de la inflación.

También ha recibido considerable atención la cuestión de si el éxito de los procesos de desinflación depende del grado de apertura de la economía. Según este punto de vista, al ampliarse los canales a través de los cuales puede la política monetaria afectar al nivel de precios en una economía abierta, dicha política puede incidir –a través del tipo de cambio– más directamente y con un menor coste sobre la inflación. Sin embargo, la evidencia disponible para los países de la OCDE no parece corroborar plenamente estas hipótesis. Así, se detecta que, si bien es cierto que en los países que han llevado a cabo procesos de reducción de la inflación la rapidez de los mismos se ha visto aumentada por el grado de apertura de la economía, ello no ha facilitado, en cambio, una mejora de los costes relativos de la desinflación.

Finalmente, se plantea la cuestión de cuál es la influencia que sobre el coste relativo de los procesos de reducción de la inflación tiene

el mayor o menor gradualismo con que se lleva a cabo dicho proceso. De acuerdo con la escuela keynesiana –que pone el acento en la inercia con que precios y salarios tienden a ajustarse– un proceso de desinflación más gradual resultaría menos costoso en términos de la actividad económica al otorgarse un mayor margen temporal para la adaptación de precios y salarios en la dirección y magnitud que entraña la política monetaria instrumentada. En contraste, la escuela más neoclásica –que pone el acento en las expectativas– señala que, cuanto más rápido sea el proceso de desinflación, mayor será su impacto favorable sobre las expectativas y el curso de los precios y menor su incidencia negativa sobre el ritmo de actividad.

Si bien es razonable suponer, en base a la experiencia de los países con tasas muy elevadas de inflación, que en dichos casos resulta preferible instrumentar políticas relativamente drásticas con objeto de evitar cualquier sospecha o riesgo de reversibilidad y de facilitar un más rápido ajuste de las expectativas de inflación, la situación de los países industrializados, con tasas de inflación mucho más moderadas, es sustancialmente distinta. El interés que tiene contrastar empíricamente cuál de los dos puntos de vista mencionados se ajusta mejor a la realidad de los países industrializados, ha estimulado la realización de varios estudios recientes que han tomado como punto de partida la experiencia de los países de la OCDE durante los episodios de reducción de la inflación⁽⁹⁾. La conclusión que dichos estudios alcanzan es que, en general, el coste total de reducir la inflación en términos de la producción tiende a ser menor en aquellos procesos de reducción de la inflación que se llevan a cabo con mayor rapidez. Sin embargo, esto no lleva necesariamente a concluir que resulte aconsejable acometer políticas drásticas de desinflación, ya que, aunque el coste total es menor, no lo es, en cambio, su impacto sobre el bienestar social, al concentrarse los costes en un período más corto. Por lo tanto, parece justificado que las políticas de reducción de la inflación se instrumenten de forma decidida, aunque gradualmente –lo que resulta consistente con las prácticas de ajuste paulatino de tipos de interés que a menudo se observan y con el conocimiento limitado e impreciso que se tiene del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

* * *

De las reflexiones que he ido haciendo durante mi intervención, puede concluirse que el reforzamiento de la disciplina presupuestaria en un marco de políticas macroeconómicas más equilibradas internamente, la instrumentación de reformas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados y la adopción de esquemas y procedimientos que permitan reforzar la orientación anti-inflacionista de la política monetaria, resultan de primordial importancia para posibilitar la eficaz consecución y el mantenimiento de la estabilidad de precios. En consecuencia, permítanme que dedique los últimos minutos de que dispongo a hacer algunos comentarios acerca de las lecciones que pueden extraerse de las experiencias de los bancos centrales en la búsqueda de *estrategias o esquemas de política monetaria* idóneos para combatir la inflación.

A riesgo de simplificar en exceso lo que ha resultado ser un proceso arduo y complejo en numerosos países, podría decirse que las tendencias más recientes que se observan en el ámbito de las estrategias monetarias nacionales han venido caracterizadas por la aspiración de encontrar un esquema capaz de combinar elementos de rigor y disciplina en la orientación a medio plazo de la política monetaria con ciertos márgenes de flexibilidad en el manejo de las condiciones monetarias en el corto plazo.

Esta aspiración de las autoridades monetarias refleja el deseo de evitar los problemas de inconsistencia dinámica derivados de un manejo excesivamente discrecional de la política monetaria —que resultan incompatibles con la estabilidad de precios— y los inconvenientes que presentan las reglas fijas o estrictas, que, al predeterminar la trayectoria de las variables monetarias, no dejan margen de maniobra alguno para que la política monetaria pueda reaccionar ante ciertas contingencias o perturbaciones, que resultan ser especialmente frecuentes en los mercados financieros.

Esto explica que, en estos últimos años, haya ha ido ganando adeptos la idea de que la solución para garantizar que la flexibilidad requerida en la gestión de la política monetaria no introduzca sesgos inflacionistas, pasa por asignar al banco central el objetivo primordial

de conseguir la estabilidad de precios y dotarle de los medios necesarios para ello. En este sentido, en algunos países, como Nueva Zelanda, se han suscrito recientemente contratos mediante los cuales el banco central se compromete con el gobierno a conseguir en un plazo determinado un objetivo explícito de inflación mediante la política monetaria que considere adecuada, siendo las autoridades del banco central responsables ante el gobierno en caso de no alcanzarlo.

Mucho más numerosos han sido, sin embargo, los países que en estos últimos años han optado por la vía más ambiciosa de llevar a cabo reformas legales tendentes a situar la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria y a dotar al banco central de un amplio grado de autonomía para precisar y alcanzar este objetivo. De este modo, el peligro de que la estabilidad de precios se vea supeditada, en el corto plazo, a otros objetivos de política económica se ve enormemente reducido, al establecerse una nítida jerarquía entre los objetivos perseguidos y al hacerse posible que las decisiones de política monetaria se adopten con una perspectiva temporal suficientemente amplia y de manera desvinculada del ciclo político.

De hecho, según se destacaba en el artículo que el Profesor Goodhart y yo escribimos hace varios años, son hoy ya bastantes los países —tanto dentro como fuera de la Unión Europea— cuyos bancos centrales tienen un grado elevado de independencia para gestionar la política monetaria en aras de la estabilidad de precios⁽¹⁰⁾. En el caso particular de los países de la Unión Europea, el convencimiento de que esta vía resulta la más adecuada para abatir con carácter duradero la inflación se ha plasmado en el Tratado de Maastricht, que contemplaba la creación de un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) capaz de formular y ejecutar de forma plenamente autónoma la política monetaria para alcanzar la estabilidad de precios en el conjunto de la Unión Monetaria Europea. El Tratado, a su vez, también establecía la obligatoriedad de que los bancos centrales de los países que pasaran a formar parte de la Unión contasen, con antelación al establecimiento del SEBC, con un estatuto jurídico plenamente compatible con el de dicho Sistema.

En vista de que son numerosos los estudios

que justifican, desde el punto de vista teórico, la concesión de elevados grados de independencia a los bancos centrales en el diseño y ejecución de la política monetaria para alcanzar la estabilidad de precios, resulta de particular interés repasar, siquiera brevemente, cuál es la evidencia empírica acerca del grado de éxito conseguido por los bancos centrales más independientes en la lucha contra la inflación.

La experiencia parece indicar que, aquellos países con una tradición más sólida de independencia del banco central generalmente tienden a conseguir mejores resultados en la lucha contra la inflación. Por supuesto, con frecuencia se plantea la duda de, si es la independencia del banco central la que favorece la estabilidad de precios, o si las sociedades con un alto grado de aversión a la inflación tienden a tener, a la vez, bancos centrales independientes y bajas tasas de inflación.

Pero, aun si se constata que las causas últimas que determinan la relación entre el grado de independencia del banco central y el éxito en la lucha contra la inflación no son suficientemente conocidas, no obstante, la evidencia disponible para diversos grupos de países, durante períodos de tiempo diferentes e utilizando una variedad de índices para calibrar el grado de independencia, generalmente muestra que la independencia del banco central ayuda a combatir la inflación.

Desde algunos círculos académicos e incluso desde ciertos organismos internacionales se ha sugerido que, si bien debe aceptarse que la introducción de un entramado institucional tendente a garantizar la autonomía o independencia del banco central contribuye favorablemente a reforzar la credibilidad y disciplina anti-inflacionistas de la política monetaria y, en consecuencia, a lograr menores tasas de inflación, se corre el riesgo de que ello se consiga a costa de una mayor variabilidad o inestabilidad cíclica, como consecuencia de la atención prioritaria que los bancos centrales independientes prestan a la estabilidad de precios.

Sin embargo, hay varias razones para disentir profundamente de esta visión agríndice de la independencia de los bancos centrales. Por un lado, en la medida en que la política monetaria llevada a cabo por un banco central autónomo goce de una mayor credibilidad anti-inflacionis-

ta, las autoridades tenderán a ver ampliados sus márgenes de maniobra para contrarrestar determinadas perturbaciones macroeconómicas que inciden sobre la producción y el empleo sin correr el riesgo de que el público interprete erróneamente las variaciones transitorias en las condiciones monetarias y financieras como un cambio en la orientación de la política monetaria. Por otro lado, una mayor credibilidad de la política monetaria podrá también facilitar que el público distinga entre las variaciones del nivel general de precios y las variaciones de precios relativos, con lo que los agentes tenderán a ajustar los precios y los salarios con más rapidez en respuesta a las perturbaciones macroeconómicas, haciendo, de este modo, menos necesario el papel compensador de la política monetaria a corto plazo. Y, finalmente, no debemos olvidar que, precisamente, el establecimiento de un banco central autónomo contribuye a evitar las perturbaciones económicas derivadas de las vicisitudes del ciclo político, lo que es de esperar que redunde en una mayor estabilidad de la producción y el empleo a lo largo del ciclo.

Todas estas presunciones se han visto corroboradas en la práctica por la experiencia de los bancos centrales que gozan de un grado elevado de independencia respecto de los gobiernos respectivos. Así, la evidencia empírica confirma que, en tales casos, la consecución de tasas de inflación más reducidas no viene asociada con una mayor variabilidad cíclica de la producción o de otras variables reales.

En fin, del análisis llevado a cabo hasta ahora, puede concluirse que dotar al banco central de un grado elevado de autonomía puede contribuir a la consecución de la estabilidad de precios, si bien debe subrayarse que, según confirma la experiencia, dicha contribución será tanto más favorable cuanto mayor sea el apoyo que dicho objetivo reciba por parte del resto de las políticas económicas y, cuanto más arraigada esté, en la sociedad, la convicción de que mantener la estabilidad de precios resulta esencial para favorecer el crecimiento económico.

Este creciente interés que, en los últimos años, han suscitado los procesos legislativos tendentes a establecer un marco en el que la política monetaria se lleve a cabo en un horizonte temporal amplio y sin interferencias del

poder político, ha desplazado el debate acerca de cuál es la estrategia monetaria que mejor desempeña el papel de 'ancla nominal' desde un plano relativamente técnico a un plano institucional. En este sentido, puede afirmarse que, una vez que se ha determinado legalmente que la estabilidad de precios constituye el objetivo primordial de la política monetaria y se ha dotado de un grado elevado de autonomía al banco central, el reforzamiento de la credibilidad anti-inflacionista que ello supone, concede un mayor margen de maniobra a la hora de elegir el esquema concreto de política monetaria con el que se pretende alcanzar los objetivos establecidos. Esto, tal vez, explique el hecho de que diversos bancos centrales que tienen en común gozar de elevadas dosis de autonomía conduzcan su política monetaria sobre la base de esquemas diferentes. A este respecto, es de interés mencionar que, en la práctica, los bancos centrales independientes que tienen a la estabilidad de precios como el fin primordial de la política monetaria, toman sus decisiones apoyándose en conjuntos de información bastante similares y exhiben funciones de reacción muy parecidas, a pesar de haber adoptado esquemas de política monetaria formalmente diferentes(11).

Sin embargo, sería un error concluir que las opciones estratégicas de política monetaria potencialmente disponibles para los bancos centrales –incluyendo los que disfrutan de independencia– son igualmente eficaces. Al contrario, dado el conocimiento imperfecto que se posee del mecanismo de transmisión de la política monetaria, la estrategia más adecuada será aquella que, adoptando una orientación de medio plazo, arroje buenos resultados bajo diferentes supuestos acerca de cómo funcione la economía, haga frente satisfactoriamente a shocks de diversa naturaleza y pueda comunicarse al público con claridad y transparencia. A este respecto, hay mucho que decir en favor de los esquemas de política monetaria basados en el seguimiento de objetivos directos de inflación, como los que han venido manteniendo en estos últimos años, entre otros, el Banco de Inglaterra y el Banco de España; esquemas que se han revelado como muy eficaces en la lucha contra la inflación al hacer más concreto, visible y transparente el compromiso de los bancos centrales con el mantenimiento de la estabilidad de precios.

* * *

No querría concluir esta conferencia sin hacer mención a uno de los cambios más importantes que ha tenido lugar en la historia moderna de los bancos centrales: el establecimiento el pasado mes de junio del Sistema Europeo de Bancos Centrales que, a partir del primero de enero de 1999, llevará a cabo la política monetaria en el área del euro, que comprende alrededor de 280 millones de personas y más del 20% del PIB mundial.

Es indudable que el Sistema Europeo de Bancos Centrales ha sido diseñado cuidadosamente en el ámbito institucional, al haberse establecido que la estabilidad de precios constituye el fin primordial de la política monetaria única, y al habersele otorgado al Sistema un grado de independencia superior al de cualquier otro banco central existente. No obstante, para el Sistema Europeo de Bancos Centrales pueda salvaguardar con éxito la estabilidad de precios en el área monetaria común, también deberá mostrar, desde el primer momento, que, cualquiera que sea la estrategia de política monetaria adoptada, ésta se instrumentará con dosis elevadas de sensatez, transparencia y con un verdadero espíritu europeo. Solo así, resultará posible lograr que la política monetaria única sea comprendida y aceptada por el público europeo, a quien, en última instancia, debe servir y rendir cuentas.

A su vez, los gobiernos europeos deben instrumentar las políticas de oferta necesarias para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y del mercado de trabajo con objeto de reducir el paro en el área del euro, al tiempo que mantienen una posición presupuestaria equilibrada que permita que las políticas fiscales nacionales jueguen un papel contracíclico dentro de los límites establecidos por el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento.

Esta división de trabajo entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales y los gobiernos nacionales en el ámbito de la política económica es fundamental para la estabilidad de la Unión Monetaria Europea y para mantener el ritmo de crecimiento económico sostenido que se precisa para reducir el paro y mejorar el bienestar de la sociedad. De lo contrario, se correría el grave riesgo de que la permanencia de elevadas tasas de paro en Europa socavase progresivamente el consenso social en favor de unas políticas monetarias y fiscales orientadas hacia

la estabilidad y de que algunos problemas que, como la inflación, hoy creemos resueltos, vuelvan a plantearse, esta vez en un entorno económico e institucional mucho más complejo.

NOTAS

(*) "Central Banking Lecture 1998": conferencia pronunciada por José Viñals en la London School of Economics el 4 de Junio de 1998. Traducción al castellano del original en inglés.

(1) Estas explicaciones aparecen con frecuencia en artículos de periódico y tienen una buena acogida en el mundo empresarial. Una exposición clara de las mismas se encuentra en R. Bootle, *The Death of Inflation*, Nicholas Brealey Publishing Ltd, 1996.

(2) S.Fischer, "Modern Central Banking", en S.Capie, S.Fischer, Ch.Goodhart y N. Schnadt (editores), *The Future of Central Banking: the Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, 1994.

(3) G.Akerlof, W.Dickens y G.Perry, "The macroeconomics of low inflation" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1996.

(4) R.Shiller, Why do people dislike inflation?, mimeo, Yale University, 1996.

(5) M. Feldstein (editor), *The costs and benefits of price stability*, University of Chicago Press, de próxima publicación, 1999.

(6) T.Sargent y N.Wallace (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly*

Review, 1981. Una teoría fiscal sobre el nivel de precios se desarrolla en M.Woodford, "Price-level determinacy without control of a monetary aggregate", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, 1996; y M.Canzoneri y B.Diba, "Fiscal constraints on central bank independence and on price stability" en J.L.Malo de Molina, J.Viñals y F.Gutiérrez (editores), *Monetary Policy and Inflation in Spain*, MacMillan, 1998.

(7) Las contribuciones pioneras en esta literatura son: F.Kydland y E.Prescott, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* 85, 1977; y R.Barro y D.Gordon, "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy* 91, 1983.

(8) J.Tinbergen, *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam, North-Holland, 1952; y W.Brainard, "Uncertainty and the effectiveness of monetary policy", *American Economic Review*, Mayo 1967.

(9) P.Andersen, "OECD country experiences with disinflation", en A.Blundell-Wignall (editor), *Inflation, Disinflation and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia - Ambassador Press, 1992; y L.Ball, "What determines the sacrifice ratio?", en N.G.Mankiw (editor) *Monetary Policy*, University of Chicago Press, 1994.

(10) Ch.Goodhart y J.Viñals, "Strategy and tactics of monetary policy: examples from Europe and the antipodes", en J.C.Fuhrer (editor), *Goals, guidelines and constraints facing monetary policy-makers*, Federal Reserve Bank of Boston, 1995.

(11) R.Clarida, J.Gali y M.Gertler, "Monetary policy rules in practice: some international evidence", National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 1750, Noviembre 1997; y Th.Laubach y A.Posen, *Disciplined discretion: monetary targeting in Germany and Switzerland*, Essays in International Finance. nº 206, Princeton University, 1997.