

Tema 6:
POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN
(Segunda Parte) Cap 24.1, 24.2 y Cap 25 .3
(lectura recomendada 25.1 y 25.2)

Clave: ¿Cómo actúan los Bancos Centrales?

La política monetaria: qué hemos aprendido hasta ahora y dónde

Slide
24.2

A corto plazo, la política monetaria afecta al nivel de producción, así como a su composición:

- Un aumento del dinero provoca una reducción de los tipos de interés y una depreciación de la moneda.
- Ambos provocan un aumento de la demanda de bienes y de la producción.

A medio y largo plazo, la política monetaria es neutral:

- Las variaciones de la cantidad o de la tasa de crecimiento del dinero no afectan a la producción o al desempleo.
- Las variaciones de la cantidad de dinero provocan subidas proporcionales de los precios.
- Las variaciones de la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero alteran la tasa de inflación.

24-1 La tasa óptima de inflación

Slide
24.3

Los costes de la inflación

- Hemos visto que una inflación muy alta puede perturbar la actividad económica.
- El debate existente en los países de la OCDE gira en torno a las ventajas de una inflación anual del 0%, por ejemplo, frente a una inflación del 3% (**estabilidad vs desempleo**). Dentro de ese intervalo, los economistas identifican cuatro grandes costes de la inflación:
 - (1) los costes en suela de zapatos.
 - (2) las distorsiones fiscales, (10 años, 3%, 7,6 coste)
 - (3) la ilusión monetaria y
 - (4) la variabilidad de la inflación.(bonos indicados)

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.4

Los costes de la inflación

- Los **costes en suela de zapatos** son los costes de acudir más a menudo al banco cuando hay inflación. Reflejan un aumento del coste de oportunidad de tener dinero.
- Existen **distorsiones fiscales** cuando los tipos impositivos no suben automáticamente con la inflación, concepto que se conoce con el nombre de deslizamiento de los tramos impositivos. La renta a efectos del impuesto sobre la renta incluye los intereses nominales percibidos, no los reales.

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.5

Los costes de la inflación

- La **ilusión monetaria** es el coste de la inflación relacionado con la idea de que la gente comete errores sistemáticamente cuando valora los cambios nominales frente a los cambios reales. Eso le lleva a tomar decisiones incorrectas.
- La **variabilidad de la inflación** significa que los activos financieros, como los bonos, que prometen unos pagos nominales fijos en el futuro, se vuelven más arriesgados.

La ilusión monetaria

Slide
24.6

Existen abundantes pruebas anecdóticas de que muchas personas no tienen debidamente en cuenta la inflación en los cálculos financieros.

Recientemente, los economistas y los psicólogos han comenzado a analizar más detenidamente la ilusión monetaria. En un estudio reciente, dos psicólogos, Eldar Shafir, profesor de la Universidad de Princeton, y Amos Tversky, profesor de la Universidad de Stanford, y un economista, Peter Diamond, profesor del MIT, han elaborado una encuesta destinada a averiguar lo frecuente que es la ilusión monetaria y sus causas.

El estudio sugiere que la ilusión monetaria es muy frecuente y que la gente tiene dificultades para tener en cuenta la inflación.

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.7

Los beneficios de la inflación

La inflación moderada no es, en realidad, totalmente mala. Cabe identificar tres beneficios:

- (1) el señoriaje,
- (2) la opción de los tipos de interés reales negativos para la política macroeconómica (QE)
- (3) el uso de la interacción entre la ilusión monetaria y la inflación para facilitar el ajuste de los salarios reales.
(Tversky y la teoría de la prospectiva)

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.8

Los beneficios de la inflación

El señoriaje

El señoriaje, es decir, los ingresos generados por la creación de dinero, permite al Estado endeudarse menos con el público o no tener que subir los impuestos.

Una economía que tiene una tasa media de inflación más alta tiene más margen para utilizar la política monetaria para luchar contra una recesión.

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.9

Los beneficios de la inflación

La opción de los tipos de interés reales negativos

En resumen, una economía que tenga una tasa media de inflación más alta tiene más posibilidades de utilizar la política monetaria para luchar contra una recesión. Una economía que tenga una baja tasa media de inflación puede encontrarse con que no puede utilizar la política monetaria para devolver la producción a su nivel natural.

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.10

Los beneficios de la inflación

Reconsideración de la ilusión monetaria

Paradójicamente, la presencia de ilusión monetaria constituye al menos un argumento *para* tener una tasa de inflación positiva.

La presencia de inflación permite ajustar los salarios reales a la baja más fácilmente que cuando no hay inflación.

24-1 La tasa óptima de inflación (continuación)

Slide
24.11

Los beneficios de la inflación

Con tasa **media alta** mayor posibilidad de utilizar la PM para luchar contra la recesión.

Con tasa **media baja** menor posibilidad de utilizar la PM para luchar contra la recesión.

24-2 Las reglas de la política monetaria

Slide
24.12

La mayoría de los bancos centrales ha sustituido la fijación de un objetivo para la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero por la fijación de un **objetivo para la tasa de inflación**. Y analizan la política monetaria a corto plazo basándose en las **variaciones del tipo de interés nominal** y no en las variaciones de la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero.

Una entrevista que aclara la moderna visión sobre los bancos centrales

<http://youtu.be/5cTFE3BbGv4>

Slide
24.13







24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.16

Objetivos para el crecimiento del dinero y bandas objetivo

Hasta la década de 1990, la política monetaria de los países de la OCDE normalmente se gestionaba de la forma siguiente:

- El banco central elegía la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero que correspondía a la tasa de inflación que quería alcanzar a medio plazo y esa tasa era su objetivo.
- A corto plazo, el banco central permitía que la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero se desviara del objetivo.
- Para informar al público de lo que quería lograr a medio plazo y de lo que pretendía hacer a corto plazo, anunciaba una banda para la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero que pretendía lograr.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide 24.17

Reconsideración del crecimiento del dinero y de la inflación

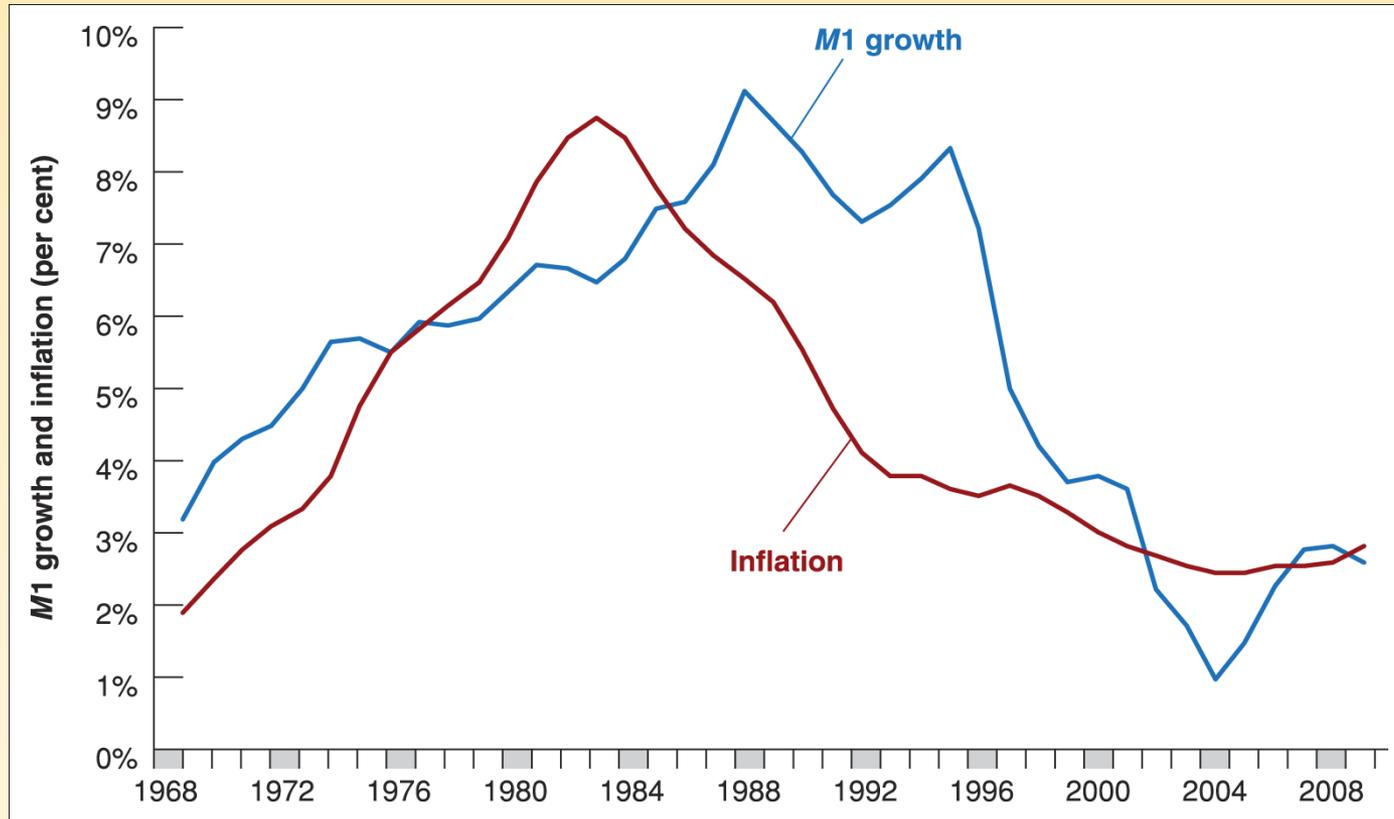


Figura 24.1 Crecimiento de M1 e inflación en el Reino Unido: medias decenales desde 1968 (¿porqué esta medida decenal?)

No existe una estrecha relación entre el crecimiento de M1 y la inflación ni siquiera a medio plazo.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.18

Reconsideración del crecimiento del dinero y de la inflación

- La relación entre el crecimiento de $M1$ y la inflación no es más estrecha debido a las *variaciones de la demanda de dinero*.
- Cuando la gente reduce sus saldos bancarios y deposita su dinero en fondos de inversión, la demanda de dinero experimenta una variación negativa.
- Las variaciones grandes y frecuentes de la demanda plantean graves problemas a los bancos centrales.

La búsqueda infructuosa del agregado monetario correcto

Slide
24.19

- Las medidas que incluyen no sólo el dinero sino también otros activos líquidos se llaman **agregados monetarios** y tienen los nombres de $M2$, $M3$, etc.
- En Estados Unidos, $M2$ también se llama **dinero en sentido amplio**.
- El banco central podría elegir como objetivo el crecimiento de $M2$; sin embargo, la relación entre el crecimiento de $M2$ y la inflación tampoco es muy estrecha y el banco central no controla $M2$. Muchos activos financieros son muy **líquidos** (activos financieros que pueden intercambiarse por dinero con un bajo coste), por lo que son atractivos como sustitutos del dinero. Sin embargo, estos activos no se incluyen en $M1$.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.20

Fijación del tipo de interés siguiendo una regla

- Según la **regla de Taylor**, dado que es el tipo de interés el que afecta directamente al gasto, el banco central debe elegir un tipo de interés en lugar de una tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero.

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(u_t - u_n)$$

- La regla de Taylor es una manera de concebir la política monetaria: una vez que el banco central ha elegido un objetivo para la tasa de inflación, debe tratar de alcanzarlo ajustando el tipo de interés nominal.
- Un tema muy relevante es el valor de “a” “b” ya que ello indica a qué le da importancia el BC.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.21

Fijación del tipo de interés siguiendo una regla

- Si $\pi_t = \pi^*$, y $u = u_n$, el banco central debe fijar un tipo de interés nominal, i_t , igual al valor fijado como objetivo, i^* .
- Si la inflación es superior al objetivo, el banco central debe subir el tipo de interés nominal i_t por encima de i^* .
- Si el desempleo es mayor que la tasa natural de desempleo ($u > u_n$), el banco central debe bajar el tipo de interés nominal.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.22

Fijación del tipo de interés siguiendo una regla

Desde que se introdujo por primera vez, la regla de Taylor ha despertado un enorme interés tanto de los investigadores como de los bancos centrales:

- Los investigadores que analizan la conducta tanto del Fed en Estados Unidos como del BCE en la zona del euro han observado que aunque ninguno de estos dos bancos centrales pensaba que seguía la regla de Taylor, esta regla describe, de hecho, bastante bien su conducta de los últimos 15 o 20 años.
- Otros investigadores han tratado de averiguar si es posible mejorar esta sencilla regla.
- Otros investigadores se han preguntado si los bancos centrales deben adoptar una regla explícita para fijar el tipo de interés y seguirla de cerca.
- En general, la mayoría de los bancos centrales fijan hoy el tipo de interés basándose en una regla .

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.23

Los instrumentos de la política monetaria

$$H = [c + \theta(1 - c)]\epsilon YL(i)$$

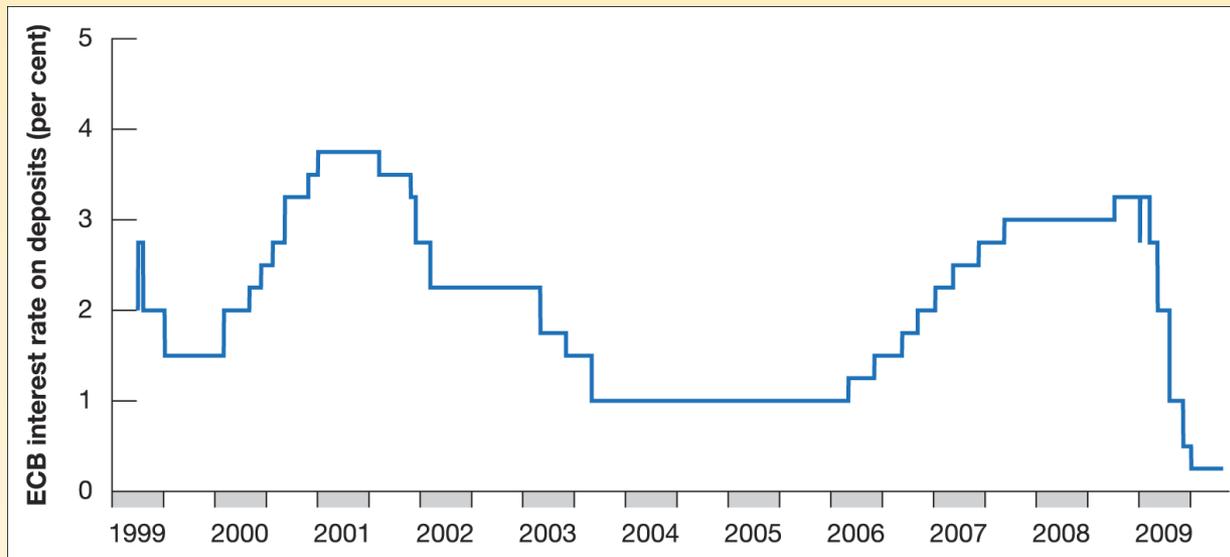
El tipo de interés de equilibrio es el tipo de interés al que la oferta (primer miembro) y la demanda (segundo miembro) de dinero del banco central son iguales.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.24

Los instrumentos de la política monetaria

En sus diez primeros años de experiencia, el BCE ha mostrado su disposición a utilizar el tipo de interés nominal para estabilizar la actividad cuando ha sido necesario.



24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.25

La fijación de un objetivo para la inflación

En muchos países, el objetivo principal de los bancos centrales es lograr una baja tasa de inflación, tanto a corto plazo como a medio plazo. Se conoce con el nombre de fijación de un **objetivo para la inflación**.

- Tratar de alcanzar un determinado objetivo de inflación *a medio plazo* parece y, de hecho, lo es una clara mejora con respecto al intento de lograr una tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero fijada como objetivo.
- Tratar de alcanzar un determinado objetivo de inflación *a corto plazo* parece mucho más controvertido.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.26

La fijación de un objetivo para la inflación

El resultado que acabamos de obtener –que la fijación de un objetivo para la inflación elimina las desviaciones de la producción con respecto a su nivel natural– es, sin embargo, demasiado taxativo por dos razones:

- El banco central no siempre puede lograr la tasa de inflación que quiere a corto plazo.
- La relación de la curva de Phillips anterior, al igual que todas las demás relaciones macroeconómicas, no se cumple exactamente.

24-2 Las reglas de la política monetaria (continuación)

Slide
24.27

La fijación de un objetivo para la inflación

La fijación de un objetivo para la inflación tiene sentido a medio plazo y permite a la política monetaria estabilizar la producción en torno a su nivel natural a corto plazo.

Year	1981	1985	1990	1995	2000	2005	2008	2009 Q1
OECD average ^a	11.9%	7.3%	7.0%	6.1%	4.1%	2.6%	3.6%	1.2%
Number of countries with inflation below 5% ^b	2	11	11	22	23	29	25	27

^a Average Consumer Price Index inflation rates, country weights are based on the previous year's household private final consumption expenditure and relevant purchasing power parity (PPP).

^b Out of 30 countries (27 countries before 1990).

Source: OECD *Economic Outlook* database.

Tabla 24.1 Las tasas de inflación en los países de la OCDE desde 1981

La fijación de un objetivo de inflación en Suecia

Slide
24.28

Suecia inició la transición a un nuevo régimen monetario en enero de 1993. Poco después, el Riksbank anunció que la política monetaria se gestionaría basándose en un régimen de fijación de un objetivo de inflación y éste se fijó en un 2 por ciento.

Para evaluar la política monetaria sueca de los últimos diez años, examinamos varias cuestiones :

- (1) si ha obtenido buenos resultados económicos a largo plazo;
- (2) si se han fijado correctamente los tipos oficiales; y
- (3) cuál ha sido la relación entre la política monetaria y el tipo de cambio.

La fijación de un objetivo de inflación en Suecia (continuación)

Slide
24.29

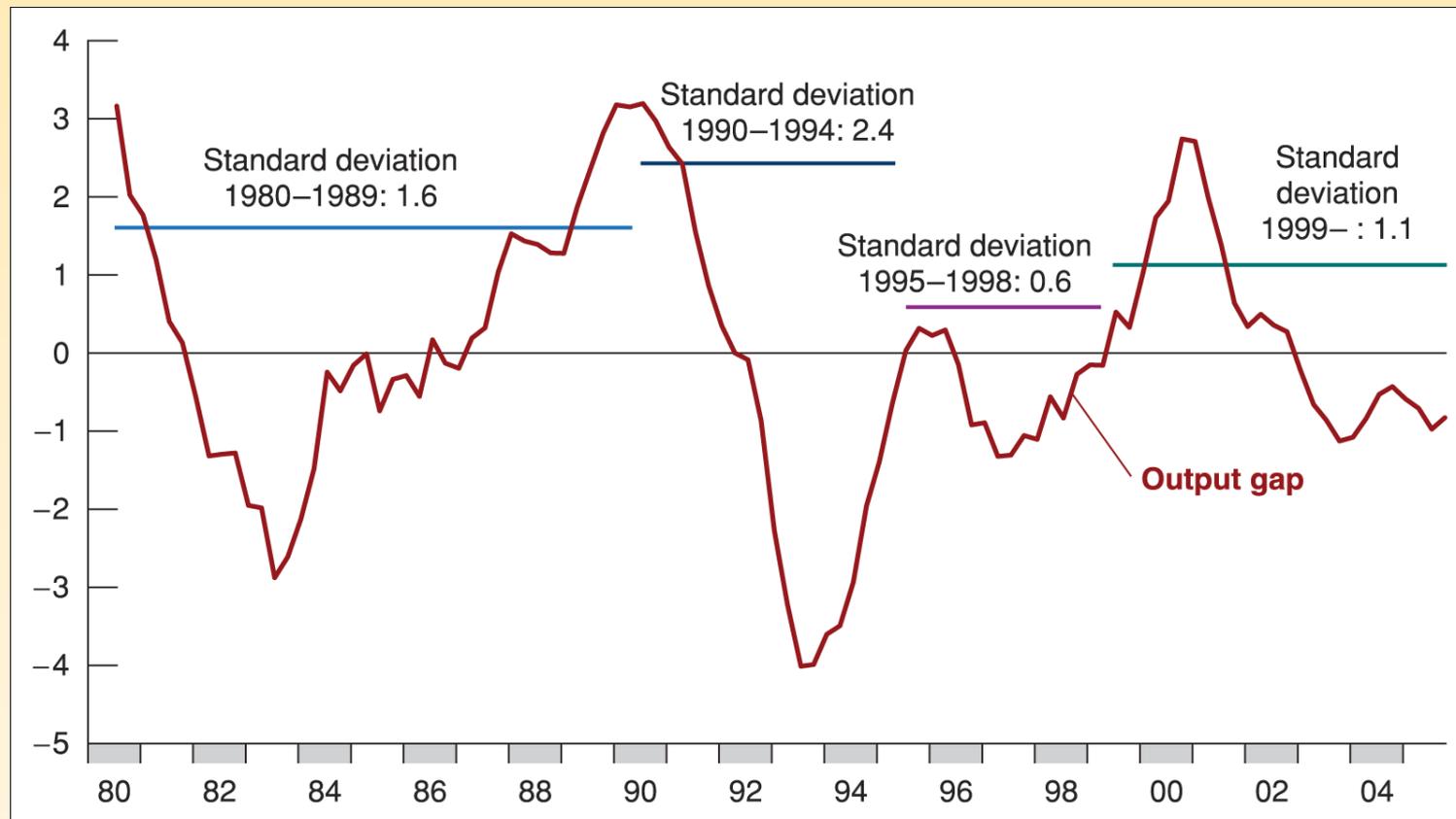


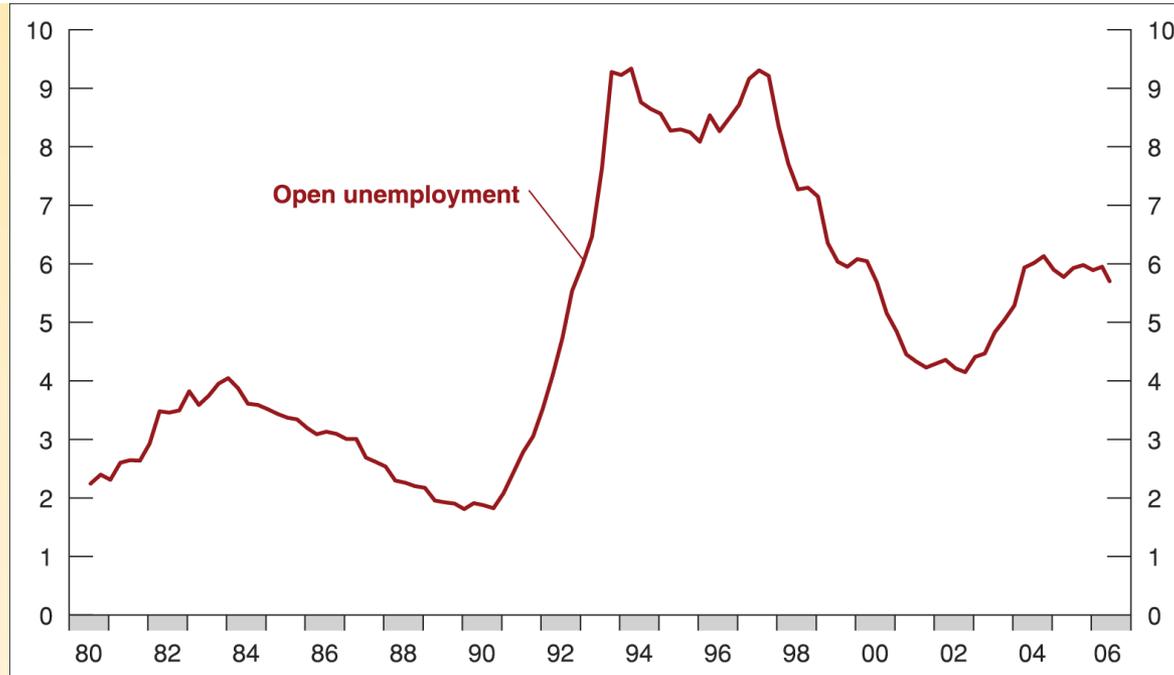
Figura 24.3 Brecha de producción (PIB) (desviación porcentual con respecto a la tendencia)

Fuente: Francesco Giavazzi y Frederic S. Mishkin, An Evaluation of Swedish Monetary Policy Between 1995 and 2005, Finance Committee, Swedish Parliament.

Blanchard, Amighini and Giavazzi, *Macroeconomics: A European Perspective*, 1st Edition, © Pearson Education Limited 2010

La fijación de un objetivo de inflación en Suecia (continuación)

Slide
24.30



En la última década, las fluctuaciones de la producción y del empleo no han sido mayores que antes, pero no sería bueno detenerse aquí.

Figura 24.6 Desempleo abierto en Suecia (porcentaje de la población activa),

desestacionalizado

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos

Slide
24.31

Los antecedentes son importantes:

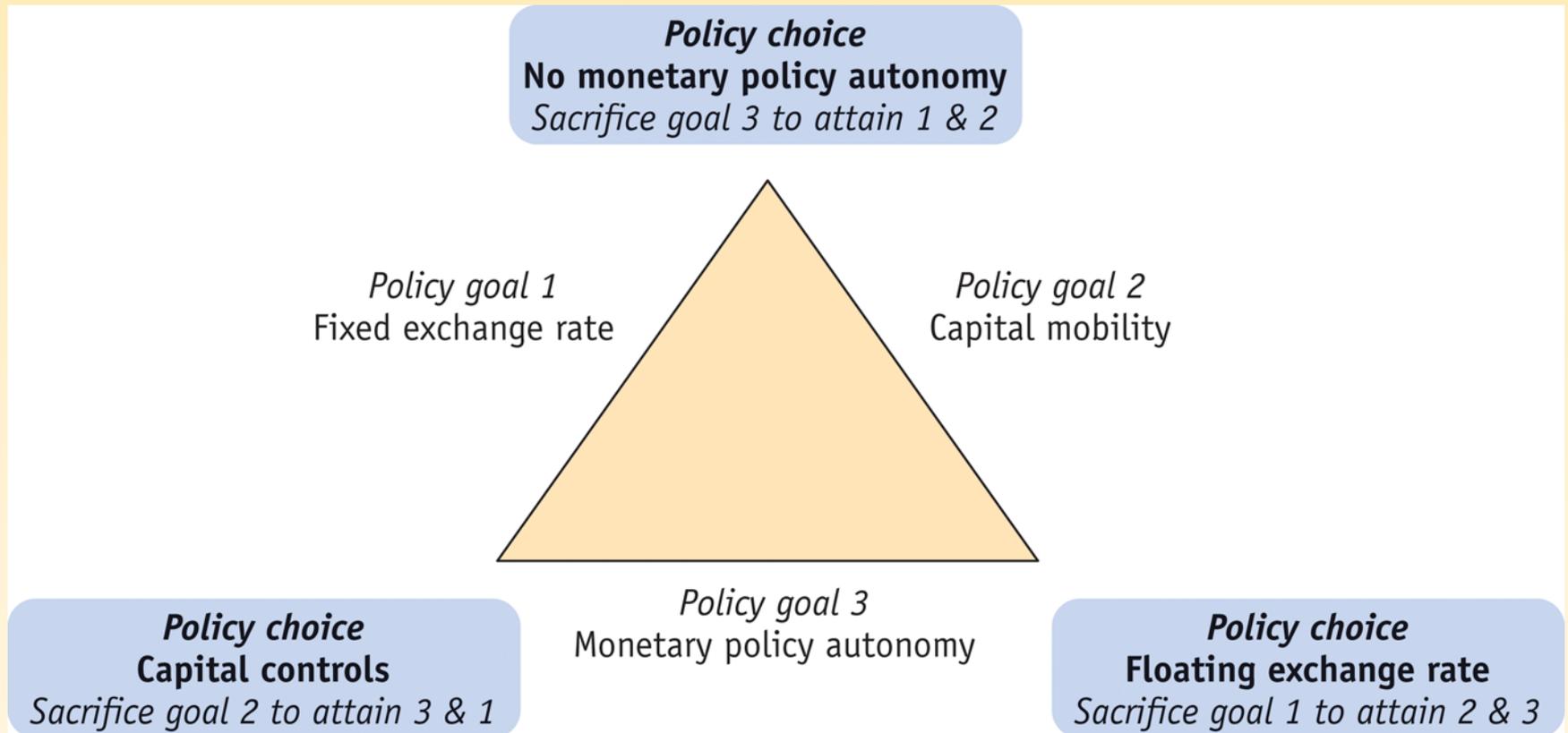
El EURO implica ir mas alla de fijar los tipos de cambio y eludir la posibilidad de devaluación pero tiene sus costes....
Renunciar a fijar el tipo de interés: Trilema.....

Los europeo tienen mucho respeto a la volatilidad de los tipos de cambio:

- Apertura
- Historia de entreguerra.
- PAC

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos

Slide
24.32



25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos

Slide
24.33

Los antecedentes son importantes:

Bretton Woods

Sistema Monetario Europeo

Tratado de Maastricht

.....CREACION DEL BCE

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos

Slide
24.34

Los antecedentes son importantes:

Bretton Woods

Sistema Monetario Europeo

Tratado de Maastricht

.....CREACION DEL BCE

Bretton Woods y el FMI (1944)

Slide
24.35

- En julio de 1944, 44 países se reunieron en BW y firmaron el convenio del FMI (BM y GATT): la idea era lograr equilibrio interno y externo a través del TC fijo con el dólar y del dólar con el oro (35\$).



25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos

Slide
24.36

La política monetaria de la zona del euro es gestionada por el BCE, que, junto con los 27 bancos centrales nacionales de todos los estados miembros de la UE (independientemente de que hayan adoptado o no el euro), constituye el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Las decisiones sobre política monetaria están centralizadas en el BCE, por lo que la política monetaria europea es única,

Las tareas de ejecución de esta última están descentralizadas en los bancos nacionales.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.37

Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**.

El Consejo de Gobierno es responsable de formular la política monetaria y de establecer las directrices para su ejecución.

El Comité Ejecutivo ejecuta la política monetaria de acuerdo con las directrices y las decisiones establecidas por el Comité Ejecutivo.

El Consejo General carece de poder de decisión en el ámbito de la política monetaria, pero tiene algunas actividades de control y puede actuar en calidad de asesor.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide 24.38 Los objetivos de la política monetaria

La labor básica del BCE es gestionar la política monetaria en la UEM.

El artículo 105.1 del Tratado de Maastricht da absoluta prioridad al objetivo de la estabilidad de los precios.

El BCE ha establecido que “la estabilidad de precios se define como un incremento interanual del índice de precios de consumo en un año de la zona del euro inferior a un 2%”.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.39

Estrategias de la política monetaria y comportamiento del BCE

Se han comparado dos enfoques básicos: la fijación de un objetivo monetario y la fijación de un objetivo de inflación.

La estrategia de **fijación de un objetivo monetario** se basa en el anuncio por parte del banco central de una tasa de crecimiento del dinero.

La **fijación de un objetivo de inflación** se refiere a una estrategia basada en los anuncios por parte del banco central de una senda deseada para la futura inflación.

El BCE ha decidido seguir un enfoque que se ha llamado oficialmente “estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad”, que contiene elementos de dos estrategias diferentes.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.40

Estrategias de la política monetaria y comportamiento del BCE

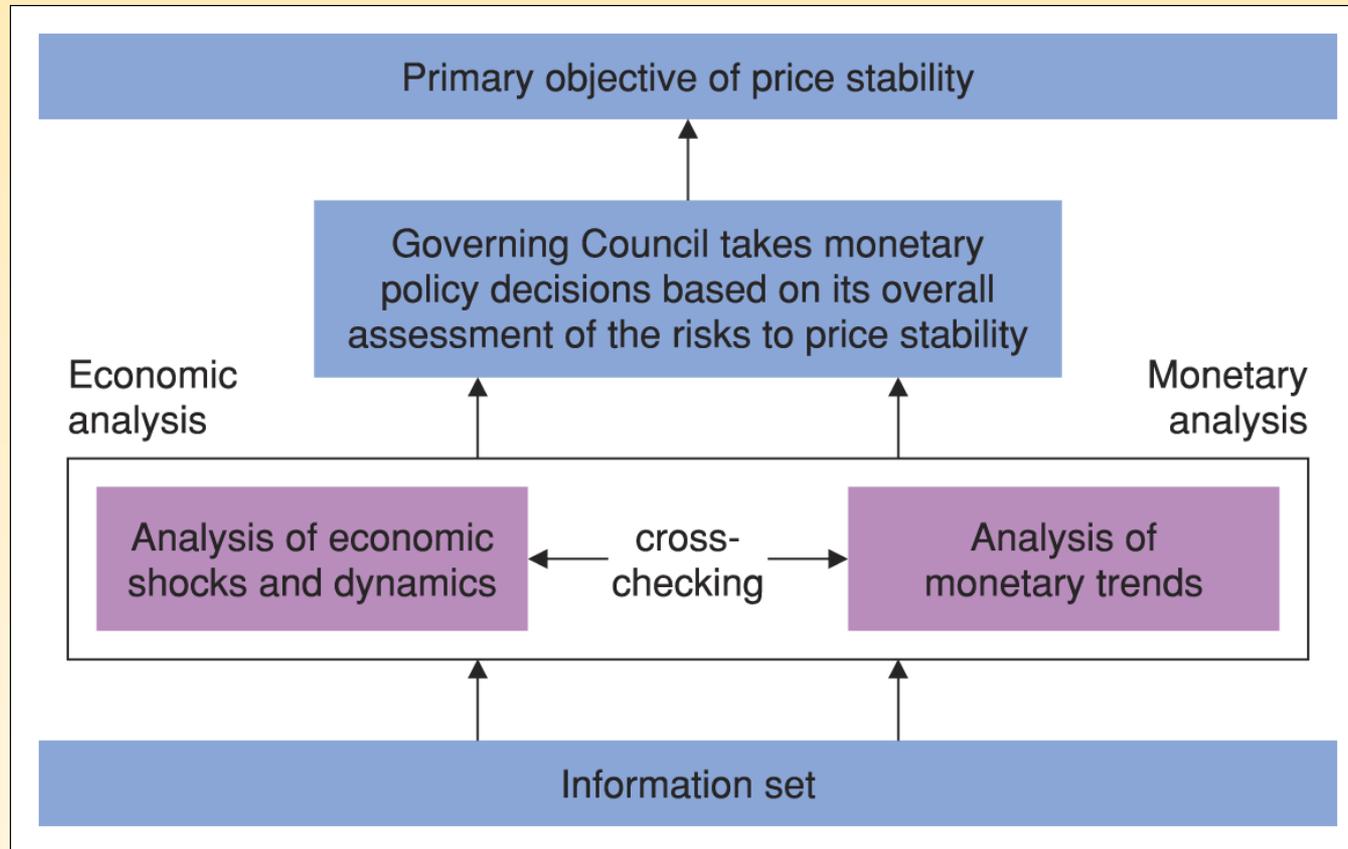


Tabla 25.3 Los dos pilares de la estrategia de la política monetaria del BCE

Fuente: Banco Central Europeo, *Monthly Bulletin*, 10º aniversario del BCE, junio de 2008, pág. 39

Blanchard, Amighini and Giavazzi, *Macroeconomics: A European Perspective*, 1st Edition, © Pearson Education Limited 2010

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.41

El funcionamiento del BCE

Para alcanzar sus objetivos, el Eurosistema tiene a su disposición un conjunto de instrumentos de política monetaria:

- Las operaciones de mercado abierto.
- Las facilidades permanentes de las instituciones sujetas a los requisitos mínimos de reservas del SEBC.
- También exige a los bancos y a las instituciones crediticias tener unas reservas mínimas en cuentas en el Eurosistema.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.42

Las operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto tienen por objeto controlar los tipos de interés y la liquidez en el mercado y señalar la orientación de la política monetaria.

Existen cuatro tipos de operaciones de mercado abierto en el Eurosistema:

1. Operaciones principales de financiación.(semana)
2. Operaciones de financiación a más largo plazo. (mes)
3. Operaciones de ajuste.
4. Operaciones estructurales.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide 24.43 Las facilidades permanentes

Las **facilidades permanentes** son las operaciones, gestionadas por los bancos centrales nacionales de una manera descentralizada, que tienen por objeto inyectar y absorber liquidez a un día; señalar la orientación general de la política monetaria; y limitar las fluctuaciones a un día de los tipos de interés de mercado.

Los bancos tienen acceso por propia iniciativa a dos tipos de préstamos:

1. La facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales a cambio de activos dados como garantía.
2. La facilidad para realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.44

Las reservas mínimas

Las **reservas mínimas** constituyen un parte integral del marco operativo para la política monetaria en la zona del euro. El fin del sistema de reservas mínimas es estabilizar los tipos de interés del mercado de dinero.

Las exigencias de reservas mínimas de cada institución se determinan en relación con su balance.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.45

Los diez primeros años del BCE: valoración tentativa

Una de las críticas que se hacen frecuentemente al BCE es que ha transpuesto simplemente a toda Europa la regla de política monetaria que seguía antes el banco central alemán, el Bundesbank.

La regla de Taylor dice que las autoridades monetarias fijarán el tipo de interés basándose en la siguiente fórmula:

$$i_t = a_0 + a_1(\pi_{t+1}^e - \pi^*) + a_2(Y_t - Y^*)$$

Cuando se estudia el comportamiento del Bundesbank hasta 1998, se obtienen valores de $a_1 = 1,3$ and $a_2 = 0,3$.

Después de un periodo inicial en el que el BCE ha seguido de cerca en realidad al Bundesbank, el banco parece que se ha “liberado” de la experiencia alemana.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.46

Los diez primeros años del BCE: valoración tentativa

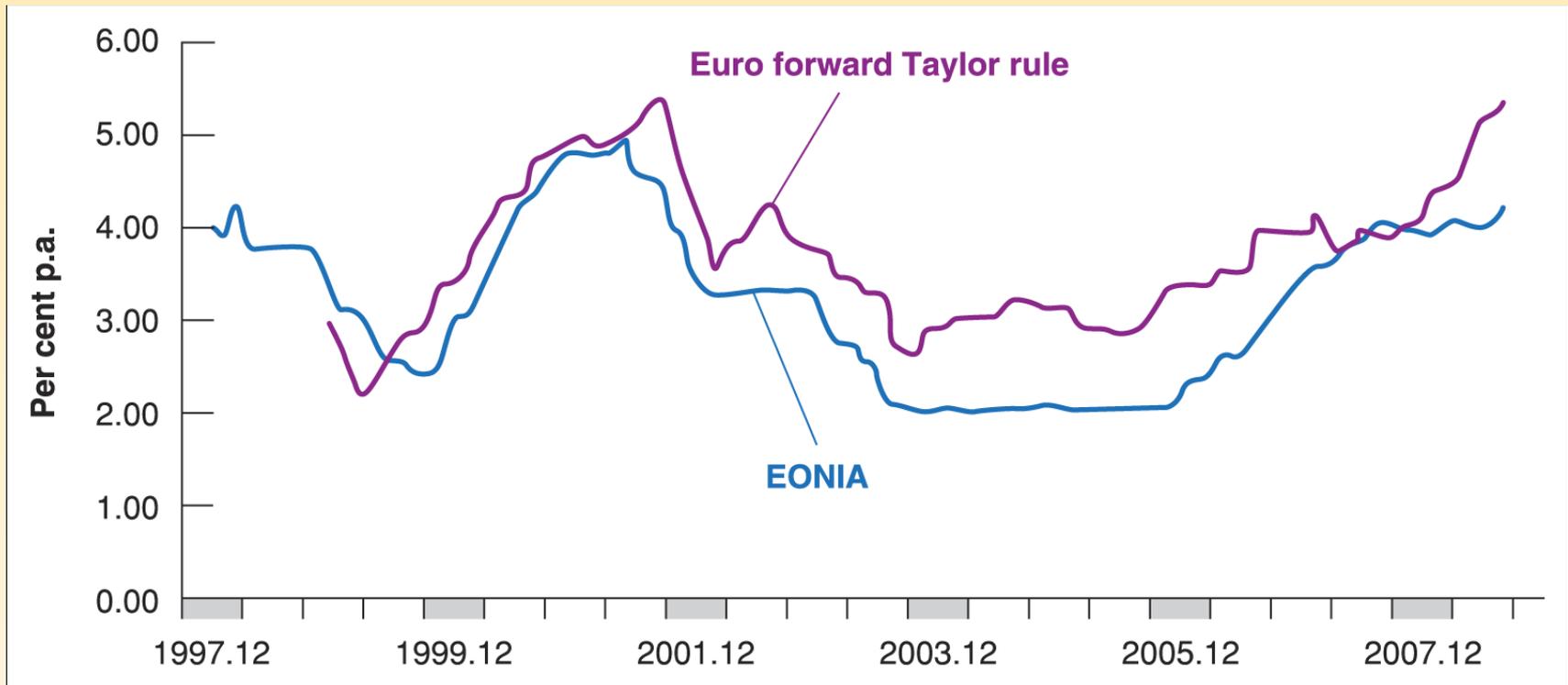


Figura 25.4 ¿Existen muchas diferencias entre el BCE y el Bundesbank?

Fuente: D.J.C. Smart, *ECB Interest Rate and Money Growth Rules*, Rotterdam, Erasmus University, multicopiado

Blanchard, Amighini and Giavazzi, *Macroeconomics: A European Perspective*, 1st Edition, © Pearson Education Limited 2010

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.47

Los diez primeros años del BCE: valoración tentativa

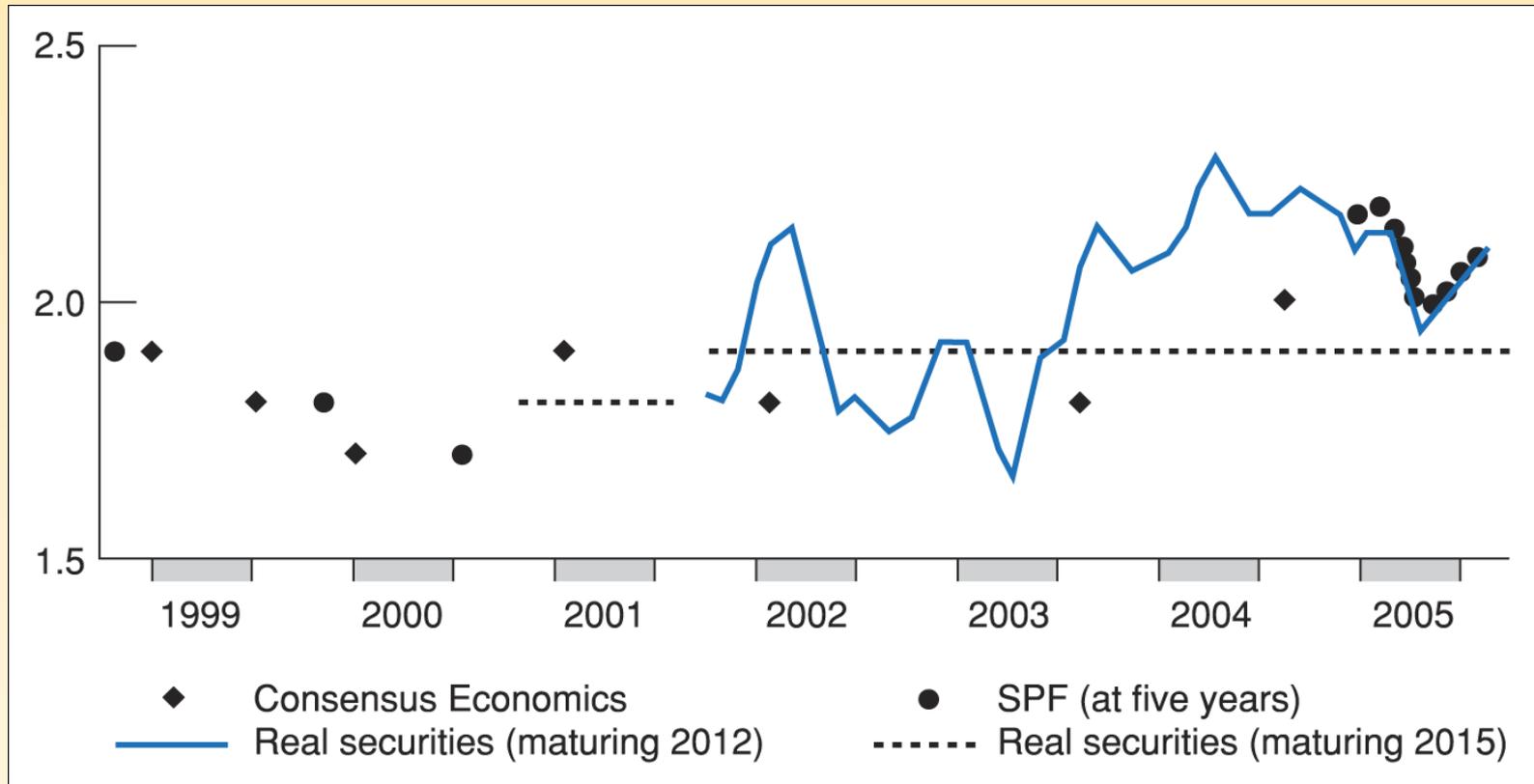


Figura 25.5 El BCE y la inflación esperada

Fuente: BCE, *Monthly Bulletin*, agosto de 2009.

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide
24.48

Los diez primeros años del BCE: valoración tentativa

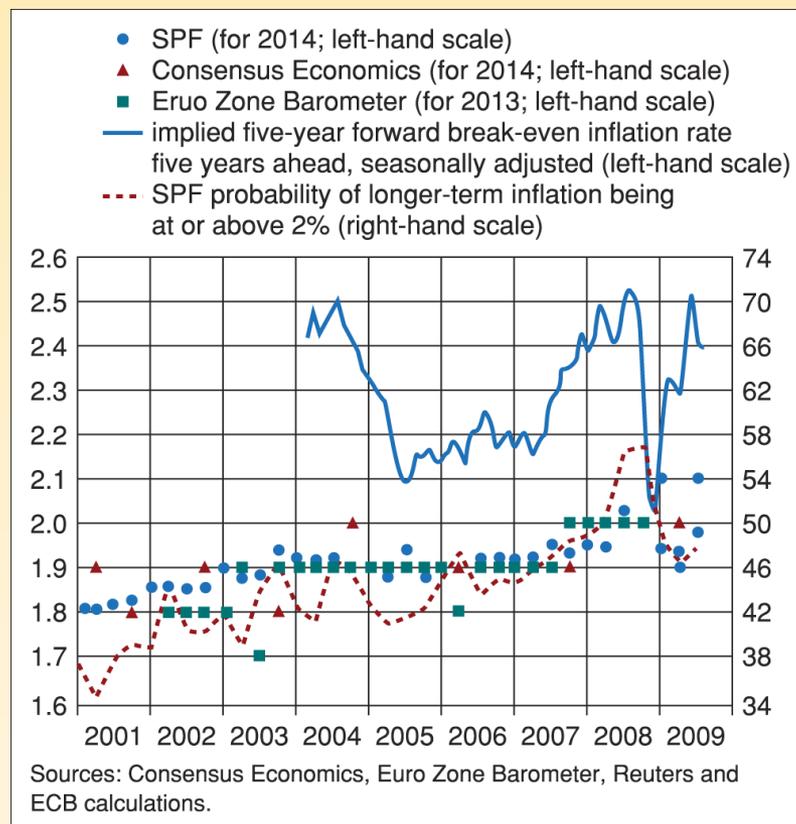


Figura 25.5 El BCE y la inflación esperada

Fuente: BCE, *Monthly Bulletin*, agosto de 2009.

Indicadores de las expectativas sobre la futura inflación en la zona del euro

Slide
24.49

Source	Agents	Frequency	Horizons
<i>Survey-based measures</i>			
European Commission consumer survey	Consumers	Monthly	Twelve months ahead
ECB Survey of Professional Forecasters	Professional forecasters	Quarterly	– Current and next calendar years (and rolling horizons one and two years ahead) – Five years ahead
Consensus Economics	Professional forecasters	Monthly Blannual	– Current and next calendar years – Six to ten years ahead
Euro Zone Barometer	Professional forecasters	Monthly Quarterly	– Current and next calendar years – Four years ahead
<i>Financial market-based measures</i>			
Break-even inflation rates	Financial market participants	Intra-day	At present, between two and around 30 years ahead
Inflation-linked swap rates	Financial market participants	Intra-day	Two to 30 years ahead

Tabla 25.3 Resumen de los indicadores existentes de las expectativas sobre la inflación de la zona del euro a más de 12 meses vista

25-3 El Sistema Europeo de Bancos Centrales: estructura y objetivos (continuación)

Slide 24.50 El BCE y la ampliación de la UE

La ampliación de la UE a 25 países tuvo lugar el 1 de mayo de 2004 cuando se integraron diez de los doce candidatos. Bulgaria y Rumanía les siguieron el 1 de enero de 2007.

¿Cómo funcionaría el BCE si el número de países que adoptan el euro aumentara de los 16 actuales a 25? La respuesta es bastante mal.

Para preservar la eficiencia y tomar rápidas decisiones con un aumento significativo de sus miembros, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en 2002 que el número de gobernadores que tenían derecho de voto no debería ser de más de 15. Si se supera este número, los gobernadores ejercerán su derecho de voto mediante un sistema de rotación.