

Una década de estabilidad de precios

.....
 SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
 DEL SECTOR EXTERIOR

La última década ha conocido una disminución generalizada de la inflación. Esta mayor estabilidad de precios no sólo es una fuente de estabilidad interna, sino también del conjunto del sistema económico, al estabilizar los tipos de cambio y reducir los mecanismos de indiciación internos y externos tan habituales en otras épocas.

El control de la inflación hasta niveles reducidos no es una pauta exclusiva de los países desarrollados sino también de las economías emergentes y de los países en desarrollo. Hoy en día, casi ningún país presenta tasas de inflación superiores al 30 por 100 y son pocos los que se sitúan con una inflación mayor al 15 por 100. Muchos tienen tasas plenamente equiparables a las de los países más desarrollados. Algunas excepciones especialmente significativas en 2000 fueron las elevadas tasas de inflación de Ecuador o Turquía. El Cuadro 1 muestra las cifras de este éxito en el control de la inflación en las diferentes regiones.

Se observa que, aunque el proceso de control de la inflación haya sido compartido por gran

número de países, no ha sido igual en todas las áreas consideradas.

- En *Latinoamérica* el proceso ha sido especialmente rápido. Argentina, por ejemplo, pasó de una inflación del 267 por 100 en 1991 al 4,3 por 100 en 1994. Brasil del 2075 por 100 en 1994 al 7 por 100 tres años después.

- En *Asia* se contaba ya con una cierta tradición antiinflacionista antes de la crisis de 1997-1998, que se ha visto reforzada en estos últimos años.

- En *las economías en transición* la evolución de la inflación está estrechamente ligada a la liberalización de precios. Se puede decir que en estas economías los precios relativos todavía no han terminado de ajustarse, especialmente en los países más retrasados en las reformas, mientras que los absolutos ya han concluido el período de transición. No obstante, algunos países de la antigua Unión Soviética todavía muestran tasas de inflación excesivamente altas.

- En *Africa*, son muy pocos los países que en 2000 mantenían tasas de inflación descontroladas.



EN PORTADA

CUADRO 1
 EL CONTROL DE LA INFLACION

| | UE | EE.UU. | Japón | Latinoamérica | Economías en transición | Asia | Africa | Oriente Medio |
|--------------|-----|--------|-------|---------------|-------------------------|-------|--------|---------------|
| 1977-86..... | 9,4 | 13,9 | 3,8 | 69,3 | 6,4 | 7,5 | 15,7 | 20,4 |
| 1987..... | 3,3 | 3,7 | 0,1 | 122,2 | 9,4 | 7 | 14,7 | 23 |
| 1988..... | 3,6 | 4,1 | 0,7 | 243,9 | 13,6 | 11,5 | 17,5 | 27,1 |
| 1989..... | 5,3 | 4,8 | 2,0 | 337,4 | 37,1 | 11,1 | 19,6 | 22,2 |
| 1990..... | 5,6 | 2,4 | 3,1 | 440,8 | 44,1 | 6,6 | 16,3 | 22 |
| 1991..... | 5,1 | 4,2 | 3,3 | 128,8 | 94,8 | 7,7 | 24,7 | 25,8 |
| 1992..... | 4,3 | 3,0 | 1,7 | 109,1 | 788,9 | 91,7 | 47,1 | 26,5 |
| 1993..... | 3,4 | 3,0 | 1,2 | 202,6 | 634,3 | 72,9 | 38,7 | 26,6 |
| 1994..... | 2,9 | 2,6 | 0,7 | 202,5 | 273,3 | 121,8 | 54,8 | 33,3 |
| 1995..... | 2,9 | 2,8 | -0,1 | 34,4 | 133,5 | 57,3 | 35,5 | 38,9 |
| 1996..... | 2,4 | 2,9 | 0,1 | 21,4 | 42,4 | 58,7 | 30 | 26,6 |
| 1997..... | 2,0 | 2,3 | 1,7 | 13 | 27,3 | 23,4 | 13,6 | 25,3 |
| 1998..... | 1,7 | 1,6 | 0,6 | 9,8 | 21,8 | 13 | 9,2 | 26 |
| 1999..... | 1,2 | 2,2 | -0,3 | 8,8 | 43,7 | 20,3 | 11 | 20,3 |
| 2000..... | 1,5 | 2,0 | -1,7 | 7,7 | 19,5 | 16,4 | 9,6 | 16,2 |

Fuente: FMI World Economic Outlook.

Angola y la República Democrática del Congo eran las dos grandes excepciones.

- En *Oriente Medio* varios países experimentaron presiones deflacionistas en 2000. La gran excepción, un año más, fue Turquía que durante toda la década de los 90 mantuvo tasas de inflación superiores al 50 por 100.

Causas del control de la inflación

De forma muy general podemos citar las siguientes causas del control de la inflación (1):

- El cambio en la política monetaria, fiscal y de tipo de cambio en respuesta a la percepción generalizada acerca de la bondad de la estabilidad de precios.

- Mejor funcionamiento de mercados de bienes y servicios. La demanda es más elástica, los márgenes menores y la presión competitiva mayor.

- Las nuevas tecnologías crean nuevas formas de competencia (como, por ejemplo, el comercio electrónico) que intensifican la competencia.

- Liberalización de mercados cerrados previamente, en especial, energía y telecomunicaciones.

- Caída de la NAIRU, por mejoras en el funcionamiento del mercado de trabajo.

- Entre las causas temporales que influyen en la inflación destaca la evolución de los precios de las materias primas, en especial el petróleo. También la evolución de la productividad ha tenido un papel relevante en el control de la inflación, aunque no se puede señalar si el salto en su crecimiento es permanente o tan sólo temporal.

Sin embargo, no todos estos factores son igualmente válidos para todas las regiones. Por eso conviene analizarlos separadamente.

Salto en el crecimiento de la productividad

El argumento del salto en el crecimiento de la productividad es especialmente válido para EEUU, como se ha puesto de manifiesto en numerosas ocasiones. Este salto ha sido asociado a la aplicación en masa de las nuevas tecnologías

informáticas. Su bondad fundamental, se señala, es permitir altas tasas de crecimiento sin tensiones inflacionistas.

Conviene determinar si en otros países, al margen de EEUU, el control de la inflación se puede justificar recurriendo al argumento de la productividad. El Cuadro 2 muestra las ganancias de productividad de las principales economías desarrolladas en tres períodos diferentes. Sólo Australia vio crecer su productividad por encima de la de EEUU. En ambos países, además, el factor fundamental del aumento de la productividad fue el componente multifactorial, asociado al progreso tecnológico, y no meramente a aumentos en la dotación factorial. En la zona euro, sin embargo, la productividad del trabajo disminuyó en la segunda mitad de los noventa.

Sin embargo, el estudio de la productividad del trabajo no puede realizarse al margen de la evolución del trabajo. Por ejemplo, en muchos países europeos que han reformado sus mercados de trabajo, el crecimiento de estos últimos años ha sido intensivo en empleo y no en productividad. La excepción de entre los países analizados es Suiza que ha registrado mayores ganancias de productividad en la segunda mitad de los noventa. En el Cuadro 2, se aprecia cómo algunos de los países que no experimentan salto en la productividad han gozado, sin embargo, de altas tasas de crecimiento del empleo.

En definitiva, la contención de la inflación gracias al salto de la productividad no es un argumento que se pueda aplicar con certeza a muchas economías aparte de la de EEUU. Más aún, lo realmente importante a estas alturas del ciclo, es determinar hasta qué punto el salto en el crecimiento de la productividad ha sido de carácter temporal o permanente. Anteriores revoluciones tecnológicas como la del ferrocarril o la electricidad aumentaron la productividad pero no su senda de crecimiento a largo plazo.

Cambios en las políticas monetarias

La inflación es siempre, al fin y al cabo, un fenómeno monetario; no hay inflación, entendida



EN PORTADA

(1) Banco Internacional de Pagos de Basilea. *71st Annual Report*, junio 2001, disponible en www.bis.org.

CUADRO 2
FUENTES DEL AUMENTO PORCENTUAL DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO
Tasa de desempleo y evolución del empleo

| | 1981-1989 | | | | | 1990-1995 | | | | | 1996-1999 | | | | |
|-------------------|-----------|-----|-----|------|-----|-----------|-----|------|------|------|-----------|------|------|------|-----|
| | p | | | u | L | p | | | u | L | p | | | u | L |
| | Total | K | PT | | | Total | K | PT | | | Total | K | PT | | |
| Australia | 1,5 | 0,5 | 1,0 | 7,7 | 2,3 | 1,8 | 0,6 | 1,2 | 9,8 | 0,4 | 3,1 | 1,0 | 2,1 | 8,1 | 1,5 |
| EEUU | 1,3 | 0,2 | 1,1 | 7,3 | 1,9 | 1,0 | 0,2 | 0,8 | 6,5 | 0,8 | 2,3 | 0,5 | 1,8 | 4,8 | 1,6 |
| Alemania | ... | ... | ... | 7,2 | 0,3 | 2,2 | 1,2 | 1,0 | 8,3 | 0,0 | 2,1 | 1,0 | 1,1 | 8,8 | 0,4 |
| Japón..... | 3,1 | 1,1 | 2,0 | 2,6 | 1,1 | 2,9 | 1,6 | 1,3 | 2,4 | 1,1 | 2,1 | 1,2 | 0,9 | 3,9 | 0,0 |
| Suiza..... | ... | ... | ... | 0,6 | 1,8 | 0,7 | 1,2 | -0,5 | 2,9 | 0,4 | 1,9 | 1,0 | 0,9 | 3,9 | 0,4 |
| Suecia..... | 1,5 | 0,6 | 0,9 | 2,5 | 0,7 | 2,1 | 0,9 | 1,2 | 5,8 | 2,6 | 1,7 | 0,6 | 1,1 | 7,0 | 0,8 |
| Francia..... | 3,4 | 1,1 | 2,3 | 9,3 | 0,2 | 2,3 | 1,4 | 0,9 | 10,9 | -0,2 | 1,6 | 0,5 | 1,1 | 11,9 | 0,9 |
| Reino Unido..... | 3,4 | 0,5 | 2,9 | 10,0 | 0,7 | 1,8 | 0,6 | 1,2 | 9,0 | -0,7 | 1,5 | 0,5 | 1,0 | 6,6 | 1,4 |
| Noruega | 1,4 | 0,9 | 0,5 | 2,9 | 0,8 | 3,2 | 0,7 | 2,5 | 5,7 | 0,0 | 1,4 | 0,3 | 1,1 | 3,8 | 2,1 |
| Canadá..... | 1,4 | 1,3 | 0,1 | 9,5 | 1,7 | 1,4 | 1,1 | 0,3 | 10,4 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,3 | 8,7 | 2,1 |
| Dinamarca..... | 2,5 | ... | ... | 9,1 | 0,6 | 3,7 | 1,3 | 2,4 | 11,1 | -0,1 | 0,9 | 0,6 | 0,3 | 5,7 | 1,0 |
| Italia..... | 2,3 | 0,9 | 1,4 | 10,6 | 0,3 | 2,7 | 1,4 | 1,3 | 11,2 | -0,4 | 0,7 | 0,8 | -0,1 | 11,7 | 0,8 |
| Países Bajos..... | 3,4 | ... | ... | 9,7 | 0,7 | 2,9 | 0,9 | 2,0 | 8,1 | 1,2 | 0,4 | -0,2 | 0,6 | 4,9 | 2,9 |
| España..... | 3,9 | ... | ... | 18,8 | 0,4 | 2,6 | 2,0 | 0,5 | 20,2 | 1,2 | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 19,4 | 3,1 |

p: tasa anual de crecimiento de la productividad. K: tasa de crecimiento de la productividad imputable a inversión en capital. PT: tasa de crecimiento de la productividad multifactorial, imputable a progreso tecnológico u: tasa media de desempleo L: tasa de crecimiento anual del empleo

Fuentes: Productivity Developments Abroad, Christopher Gust and Jaime Marquez, Reserva Federal EE.UU.US Federal Reserve Bulletin, Octubre 2000. Disponible en www.federalreserve.gov

Los datos de u y L, se obtuvieron OCDE Economic Outlook.

como un crecimiento continuado del nivel general de precios, si cualquier otra tensión inflacionista no va respaldada a la larga por aumentos de la cantidad de dinero.

Sin duda, una de las principales causas de la contención generalizada de la inflación ha sido el convencimiento de que la inflación es un fenómeno dañino para el crecimiento a largo plazo en la medida en que introduce distorsiones en la toma de decisiones de los agentes económicos. De acuerdo a esta percepción, las políticas monetarias se han vuelto mucho más previsoras, se han refinado los instrumentos de predicción y seguimiento de la inflación, los gobiernos se han ido absteniendo de orientar la política monetaria, concediendo independencia a las autoridades monetarias, y éstas han adoptado en numerosas ocasiones objetivos directos de control de la inflación. En el Cuadro 3 se puede observar la conjunción entre modalidades de política monetaria y de tipo de cambio aplicada por las principales economías.

La contribución del tipo de cambio a la estabilidad de precios

Los regímenes de tipo de cambio han tenido también un importante papel en la contención de la inflación, no tanto por sus efectos directos,

como por la disciplina que imponen sobre las políticas monetaria y fiscal.

Así, en estos últimos cinco años se ha ido imponiendo el denominado *enfoque bipolar* (2), según el cual los regímenes de cambio más eficientes son los situados a ambos extremos de los posibles: o con fijos tipos con fuertes compromisos o bien plenamente flexibles. Este enfoque considera que los regímenes intermedios que incluyen reglas de ajuste no explotan suficientemente las ganancias de credibilidad de los tipos fijos.

Dentro de los sistemas fijos, los más creíbles son aquéllos que incluyen reglas adicionales, como los *currency boards*, en los que no se puede emitir sin tenencias de la *divisa madre*. En cambio, un sistema de tipos de cambio reptantes suele ofrecer los inconvenientes de un tipo de cambio fijo, sin ofrecer sus ventajas de credibilidad, ni las ventajas de flexibilidad de los tipos de cambio flexibles.

Se observa también que muchos países sin compromiso cambiario formal tienen mecanismos de intervención casi automáticos que *de facto* suponen un sistema de tipo de cambio fijo. Este

(2) FISCHER, Stanley: *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Corrects?* Discurso ante la American Economic Association, New Orleans, enero 2001, disponible en www.imf.org.

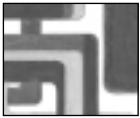


EN PORTADA

CUADRO 3
SISTEMAS DE TIPOS DE CAMBIO E INSTRUMENTACION POLITICA MONETARIA

| Tipo de cambio como ancla nominal | Uniones monetarias | Flotación libre |
|--|--|---|
| Adopción moneda extranjera | Con <i>currency board</i> Dólar del Este del Caribe | Colombia Gambia Ghana Guinea Guayana Corea Mongolia Perú Filipinas Santo Tomé Sierra Leona Yemen |
| Currency Board | Sin <i>currency board</i> Zona euro Franco CFA (WAEMU) Franco CFA (CAEMC) | Política monetaria de seguimiento múltiples indicadores |
| Otros sistemas de tipo fijo, incluso sistemas de facto fijos mediante flotación sucia | Bandas fluctuación Con acuerdo cooperación Dinamarca (MTC II) Sin acuerdo cooperación Chipre Islandia Vietnam | USA Japón India Rusia Suiza Noruega República Eslovaca Indonesia Filipinas Tailandia México Perú Sudáfrica Tanzania Ghana |
| | Paridades ajustables Tipos reptantes Costa Rica Nicaragua Turquía Túnez Bandas reptantes Honduras Venezuela Hungria Uruguay Bandas reptantes con objetivos inflación Polonia Israel | Objetivos directos de inflación Australia Brasil Canadá Chile Nueva Zelanda Suecia Reino Unido |

Fuente: Informe Anual FMI 2000. Con datos de diciembre 2000.



EN PORTADA

tipo de sistemas no consigue establecer una disciplina antiinflacionista tan fuerte como los sistemas más rígidos. Se constata que son muy pocos los países que han conseguido reducir su inflación desde niveles altos de tres dígitos, sin recurrir a tipos de cambio fijos.

Todas estas consideraciones explicarían por qué en esta última década numerosos países han ido pasando de regímenes intermedios a regímenes extremos. El Cuadro 3 recoge los regímenes de cambio aplicados por los principales países, distinguiendo, donde sea posible, la política monetaria seguida.

Finanzas públicas y control de la inflación

La influencia del déficit público sobre la inflación es tanto más difícil de probar empíri-

camente cuanto menor es la tasa de inflación de la economía objeto de estudio. De ahí que en los países que partían ya con niveles reducidos de inflación, no sea fácil determinar en qué medida el proceso de consolidación fiscal es responsable de la estabilidad de precios. Sin embargo, la correlación resulta mucho más fácil de establecer en economías emergentes y en desarrollo, que partían de mayores niveles de déficit público (3).

Tres factores son claves para evitar recurrir a la tentación del recurso del señoriaje como instrumento de financiación de los gobiernos: la existencia de buenos sistemas impositivos, la estabili-

(3) CATÃO, Luis y FERRONES, Marco (2001): *IMF Working Papers: Fiscal Deficits and Inflation. A New Look at the Emerging Market Evidence*, mayo, disponible en www.imf.org.

dad política y el acceso a la financiación internacional como fuente complementaria de financiación. De igual forma, los compromisos cambiarios adquiridos por muchos países han disciplinado en gran medida la política fiscal.

La inflación actúa como un impuesto que pagan los ciudadanos a los gobiernos que, para financiar el déficit público, emiten mayor cantidad de dinero que colocan entre los agentes. Mientras estos no se den cuenta de que el valor real de sus tenencias de dinero se erosiona por efecto de la inflación, no reducirán el porcentaje de saldos nominales que desean mantener como demanda de dinero. Pues bien, los déficit financiados con dinero tienen mayor efecto inflacionista cuanto mayor sea el multiplicador de la oferta monetaria, porque una misma emisión de efectivo dará lugar a una mayor expansión de la oferta monetaria total. Sin embargo, cuanto mayor sea este multiplicador, menor es la tentación de usar la inflación porque el dinero efectivo supone una reducida proporción sobre el PIB.

El FMI (4) estima que la reducción en el déficit público de las economías emergentes (de un 2,5 por 100 del PIB) ha llevado a reducciones de entre 5 a 15 puntos porcentuales en la tasa de inflación.

El esfuerzo de consolidación fiscal ha sido más intenso en Africa, Oriente Medio y Latinoamérica. En las economías en transición la consolidación fiscal es más difícil de medir porque se partía de sistemas fiscales distorsionados por la planificación central. En los PECO sí resulta evidente que el acceso a los mercados financieros internacionales ha permitido una fuente de financiación alternativa que ha aliviado la tentación de recurrir al señoriaje como forma de financiación.

Reformas estructurales e institucionales

Aunque sea más difícil de estimar empíricamente conviene recalcar la importancia de las reformas estructurales en la contención de la

inflación. La apertura a la competencia de los mercados de bienes, servicios y de trabajo reduce la capacidad de los agentes (sean empresarios o trabajadores) de dominar la fijación de precios o salarios. Los mercados dejan de estar dominados por el lado de la oferta, empresarios en los mercados de bienes y trabajadores en el de trabajo.

En un gran número de países asiáticos y de Latinoamérica se ha constatado también un menor grado de indiciación de los precios internos al tipo de cambio. Tras las devaluaciones, a diferencia de lo que ocurría en otras épocas, la traslación a precios internos ha sido rápida y poco intensa. El coeficiente de traslación del tipo de cambio a los precios internos (coeficiente de *pass-through*) se ha reducido en estos últimos años. Incluso en numerosas ocasiones llega a ser inferior a la unidad, según estima el FMI. Este menor coeficiente se puede explicar por la influencia de las reformas estructurales que permiten eliminar mecanismos automáticos de indiciación existentes en el pasado. Es cierto que también ha colaborado el fuerte ajuste de la demanda interna que por regla general ha acompañado a las devaluaciones.

Conclusiones

En un mundo ideal, no resultaría fácil explicar por qué la inflación resulta dañina. En teoría, se debería corresponder con un mero ajuste nominal, una especie de cambio de escala, como si se reajustara el sistema de medición de todos los bienes, pero no su valor relativo. En la práctica, sin embargo, la inflación, se demuestra, limita el crecimiento a largo plazo al crear incertidumbre sobre los inversores, perjudica de forma especial a los más pobres y crea inercias o espirales difíciles de parar.

En los países más desarrollados esta visión es hoy en día ampliamente aceptada y por eso se han ido poniendo en marcha numerosas reformas e instrumentos orientados hacia esta estabilidad de precios. No cabe duda de que este comportamiento ha ejercido un efecto de demostración sobre numerosas economías emergentes y en desarrollo, que en el curso de estos últimos años



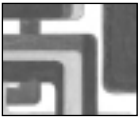
EN PORTADA

(4) FMI *World Economic Outlook*, mayo 2001.

han ido percibiendo las bondades de la estabilidad de precios y poniendo en marcha instrumentos muy variados para alcanzarla. No todos han tenido igual éxito, pero los que más se han comprometido y más han limitado la posibilidad de ceder a las tentaciones inflacionistas son los que más han avanzado.

A pesar de la positiva evolución quedan numerosos retos a superar: los déficit públicos siguen siendo relativamente elevados en numerosos países en desarrollo, que ya alcanzan niveles de deuda equiparables a los más desa-

rollados a pesar de la menor extensión de sus sistemas de seguridad social y su distinta estructura demográfica. Igualmente, muchos países todavía están poco integrados en los mercados financieros internacionales y no pueden beneficiarse de su financiación, ni importar la disciplina que éstos imponen. Por último, conviene profundizar en la integración comercial de muchas zonas ya que de ella depende, en gran medida, la consolidación de la estabilidad nominal que han alcanzado en estos últimos años.



EN PORTADA