



## *Política monetaria e inflación*

Santiago Labiano Gorraiz

- Desde la óptica de la política monetaria, el control de la inflación ha pasado a un segundo plano. La incertidumbre sobre la duración de la actual crisis económica y financiera hace que la atención se centre prioritariamente en recuperar la estabilidad macroeconómica.
- La actual situación demanda grandes dosis de liquidez en el sistema, obligando a los bancos centrales a coordinar políticas expansivas que eviten un posible desplome de la confianza.
- Además, los precios parecen destinados a continuar en los próximos meses su senda descendente a ambos lados del Atlántico impulsados a ello por la ralentización generalizada de la actividad económica y, más concretamente, por la del consumo privado.
- El precio del dinero seguirá bajando en los próximos meses, si bien de forma más cauta en Europa que en EE.UU., en dónde seguiremos viendo tipos de interés reales negativos.
- En cuanto a España, la nueva orientación de la política monetaria complica la reducción del diferencial de inflación (1%), y más al presentar un ritmo de actividad también superior en un punto porcentual al de la media de la zona euro.

En un momento como el actual, en el que es probable que la economía americana se esté desarrollando en tasas negativas de crecimiento, el PIB europeo, si crece, lo hace en tasas muy pequeñas, la economía japonesa se encuentra estancada y los países emergentes tienen graves dificultades para hacer frente a su deuda, los responsables económicos deben aunar sus esfuerzos a fin de evitar un mayor deterioro de la ya débil confianza de empresarios, consumidores e inversores. De ahí que los bancos centrales hayan relegado a un segundo plano su objetivo de control de la inflación para centrar su atención en apoyar la estabilidad macroeconómica con medidas que favorezcan mayores tasas de crecimiento económico. Esto constituye una gran novedad en el BCE al no encontrarse, a diferencia de la Fed, la consecución de un crecimiento económico estable entre los objetivos que le están encomendados.

En este marco de actuación se enmarcan las medidas adoptadas para garantizar la liquidez del sistema financiero, con importantes inyecciones de dinero, la firma de contratos de permuta financiera entre bancos centrales, la inmediata coordinación de las políticas monetarias y la reducción de los tipos de interés de referencia. Además del acierto de las medidas, los mercados valoran muy positivamente la rapidez y agilidad en su adopción, como ha sucedido en esta ocasión. Los bancos centrales han demostrado que van a estar ahí y que están dispuestos a adoptar todas las medidas que estén en su mano para restaurar la confianza necesaria para el desarrollo de la actividad económica.

Por otra parte, también es cierto que la evolución que venían siguiendo las variaciones de precios antes del once de Setiembre, llevaban a pensar que la inflación no era ya el principal riesgo en la economía. Así mientras en EE.UU. los precios en Agosto mantenían la misma tasa interanual que en Julio, 2,7% , en la UEM retrocedían por tercer mes consecutivo para situarse el IPC armonizado en ese mismo 2,7%. Tras esa fecha, la tendencia se ha agudizado y las previsiones de los datos de Setiembre hacen pensar en una tasa del 2,5% en ambos casos.

Dentro de los escenarios manejados por CEPREDE (ver Nota de Alerta de 10/10/01), el escenario 1, el que consideramos más probable, lleva a pensar en unos niveles de inflación al cierre de año ligeramente por debajo del 2,5% en EE.UU. y algo menos, 2,2 – 2,3%, para la UEM, para seguir reduciéndose en ambos casos durante el año próximo. El escenario 2, que prolonga la incertidumbre, lleva aparejadas tensiones inflacionistas de la mano de alzas de los precios de los crudos, complicando el panorama al convivir con políticas monetarias laxas.

Ahora bien, es el escenario 3 (considerado el más improbable) el que conlleva el mayor riesgo al introducir con el derrumbe de la confianza de consumidores e inversores un posible riesgo de deflación en el futuro. Dado que de los dos posibles riesgos referidos es éste último el de consecuencias más indeseables y de más difícil solución, no nos cabe la menor duda de que los bancos centrales van a seguir en la línea emprendida tomando todas las medidas que consideren necesarias para mantener la confianza de los agentes económicos. En el caso de la Fed, esto le puede llevar a reducir los tipos de referencia incluso, provisionalmente, por debajo de los niveles que la propia Fed considera como adecuados, dando lugar al mantenimiento de tipos reales negativos. Estaríamos hablando de un cierre de año al 2,0% o incluso por debajo en una situación económica muy deteriorada.

En el caso de la UEM, la acción concertada no tiene por que llevarle a reducciones de tipos tan drásticas. Si bien consideramos el 3,25% como el límite inferior del tipo de referencia del BCE para finales de año, prevemos un 3,50% como nivel más probable. No descartamos la posibilidad de recortes por debajo del 3,0% en los primeros meses del año 2002 en el peor de los escenarios.

Por lo que respecta a España, tan sólo matizar que se ve inmersa en esta situación pero con un punto de partida diferente. Nuestro ritmo de actividad y nuestro nivel de inflación se encuentran un punto porcentual por encima de la media comunitaria. Reducir el diferencial de inflación con nuestros socios comunitarios, con una demanda interna no tan débil como la de ellos y participando de una política monetaria común expansiva puede ser una tarea ardua en la que se requiera el esfuerzo de todos los agentes económicos y sociales.