

ALGUNOS ASPECTOS DEL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Luis Ángel Rojo Duque *

Los bancos centrales iniciaron, desde el comienzo de sus actividades, un aprendizaje basado en los avances teóricos y prácticos desarrollados en relación con los objetivos perseguidos por las políticas monetarias a lo largo del tiempo. La observación de las relaciones entre la cantidad de dinero, el nivel de los precios y el tipo de cambio; el examen y el perfeccionamiento de los patrones monetarios y la convertibilidad; el análisis de la transmisión de efectos desde los impulsos monetarios hasta el tipo de interés, la actividad y los precios; las causas y los efectos de los movimientos de capitales y las consecuencias de las perturbaciones monetarias sobre los sistemas bancarios, fueron piezas, todas ellas, que llevaron a la construcción de la teoría monetaria clásica y de la política liberal en ella inspirada que constituían la ortodoxia en vísperas de la Primera Guerra Mundial.

El periodo comprendido entre las dos Guerras Mundiales fue, como es sabido, especialmente complejo. El final de la primera conflagración fue seguido por intensas fluctuaciones de origen monetario que, tras un periodo de relativa tranquilidad, dieron paso a la Gran Depresión de los años treinta con sus efectos negativos sobre los precios y los cambios, la actividad y el empleo. Tan graves perturbaciones otorgaron un fuerte impulso al análisis monetario, en manos de grandes economistas del periodo, y al estudio de las medidas de política monetaria por parte de los bancos centrales. Al concluir el periodo de entreguerras, la teoría y la política monetarias, integradas en modelos de inspiración principalmente keynesiana, se proponían contribuir, junto con la política fiscal, a la estabilidad de la demanda efectiva de las economías.

* Sesión del día 20 de junio de 2006.

En los primeros años de la segunda posguerra el pensamiento monetario adoptó posiciones laxas: si la demanda efectiva era inestable, tampoco parecía que la política monetaria pudiera considerarse muy estable. Si la demanda agregada de dinero era inestable, su elasticidad respecto del tipo de interés era elevada y, por el contrario, la elasticidad de la demanda de bienes y servicios en relación con el tipo de interés era baja, la confianza depositada en la política monetaria para regular la demanda efectiva había de ser escasa y muy inferior a la puesta en la política fiscal. La política monetaria había de desempeñar así una pura función de acompañamiento.

Sólo a finales de los años cuarenta comenzaron a ceder las políticas monetarias así planteadas, cuya laxitud las hacía inflacionistas y alentadoras de los desequilibrios exteriores. Los estudios teóricos y empíricos llevaron a una revisión a la baja de la inestabilidad que se venía atribuyendo a la demanda de dinero y a una revisión al alza del valor de la elasticidad de la demanda efectiva respecto del tipo de interés. En consecuencia, en los años cincuenta aumentó la eficacia atribuida a la política monetaria como arma reguladora de la demanda efectiva y la economía keynesiana pasó a adoptar la forma de la denominada “síntesis neoclásica”, que vino a convertirse en el modelo macroeconómico característico durante casi dos décadas. En esos modelos, la política, a pesar de la recuperación parcial de su importancia, continuaba ocupando una posición secundaria, respecto de la política fiscal, en la regulación de las economías.

El conjunto de identidades, relaciones de comportamiento y funciones que constituían el modelo keynesiano de la “síntesis neoclásica” articulaban un conjunto de variables observables de modo que, a partir de él, la macroeconomía podría avanzar depurando sus conocimientos mediante la contrastación con los hechos. La economía parecía haber realizado, por fin, su vieja aspiración de convertirse en una ciencia empírica. No es que los economistas estuvieran dispuestos a reducir a un puro empirismo su conocimiento e interpretación de las realidades históricas singulares ni que cerraran los ojos ante algunas diferencias importantes de orden metodológico entre las ciencias naturales y las ciencias sociales; pero el método empírico se había hecho dominante, el desarrollo de la econometría, al servicio de la teoría aunque suplantándola en ocasiones, prometía un cuerpo de conocimientos positivos, empíricamente contrastados, y en consecuencia, los factores no observables tendían a ser relegados en el análisis.

Se proponía así un programa acumulativo de investigación en el que estaban dispuestos a participar los bancos centrales: el proceso de formulación, contrastación, corroboración o rechazo de hipótesis permitiría un progreso, empíricamente fundamentado, del conocimiento económico; y en base a las hipótesis corroboradas y a las teorías articuladas a partir de ellas, podrían construirse y estimarse modelos econométricos de amplitud y complejidad crecientes que ofrecie-

ran descripciones cada vez más refinadas de la estructura y el funcionamiento de economías concretas. El desarrollo de la informática prometía superar los problemas prácticos de la estimación de los modelos. Y así, los años sesenta y la primera parte de los años setenta presenciaron una floración exuberante de modelos econométricos que prometían ofrecer una apoyatura cada vez más firme al conocimiento y la regulación de las economías a corto plazo.

Parecía posible, a partir de ese programa de investigación, formular políticas macroeconómicas con una fundamentación científica de rigor creciente. Los grandes modelos, una vez especificados adecuadamente, serían estimados sobre los datos de un periodo muestral suficiente, en la confianza de que, si el modelo era correcto, los valores estimados de los parámetros estructurales serían estables e invariantes respecto de las decisiones de política económica. En consecuencia, los modelos econométricos podrían utilizarse para hacer previsiones condicionadas a valores particulares de determinadas variables controladas por las autoridades y estudiar, de ese modo, las consecuencias de medidas alternativas o simultáneas de política económica. Así, cabría buscar el logro preciso de objetivos de empleo y de inflación acordes con los deseos de las autoridades.

Aquel programa de actuación no consiguió, sin embargo, avanzar mucho tiempo sin problemas. En los últimos años sesenta, el carácter fuertemente expansivo de la política económica americana generó efectos debilitadores del dólar hasta provocar su depreciación y, finalmente, el abandono del sistema de Breton Woods. Los precios internacionales de numerosas materias primas y, sobre todo, del petróleo se elevaron con intensidad induciendo importantes descensos en las relaciones reales de intercambio de los países importadores de crudos y llevándoles a situaciones complejas caracterizadas por la coexistencia de procesos inflacionistas y recesivos importantes. En un principio, los países afectados por estas situaciones trataron de combatirlos con políticas que intentaban luchar con la recesión a través de políticas de demanda expansivas al tiempo que buscaban en políticas de concertación con grandes grupos de intereses —especialmente, los sindicatos— el logro de acuerdos de rentas que contuvieran la inflación y facilitaran los ajustes.

Estas políticas concluyeron en rotundos fracasos. En Europa, sólo Alemania, con su política relativamente restrictiva de demanda, y el grupo de países que mantenían sus monedas ligadas al marco consiguieron llegar al final de la década de los setenta con tasas de inflación moderadas. Al concluir ésta, podía observarse, además, que las economías con mejor ejecutoria en el terreno de los precios y los tipos de cambio eran también las que habían cosechado mejores resultados en términos de producción y empleo.

Iba a cerrarse así el periodo de dominio absoluto del keynesianismo. Su escasa fortuna en la lucha con la crisis tendió a desplazarlo en favor de las posi-

ciones teóricas del monetarismo de Friedman que, apoyándose en abundantes estudios empíricos, negaban la inestabilidad de la demanda efectiva al tiempo que afirmaban la elevada estabilidad de la función de demanda de dinero, su elasticidad relativamente baja respecto al tipo de interés, la transmisión de efectos de los impulsos monetarios a través de una amplia gama de tipos de interés y rentabilidad, y la actuación persistente de las medidas monetarias sobre las variables nominales, pero con efectos sólo transitorios, y a costa de generar fuertes perturbaciones, sobre las variables reales. Según esto, a largo plazo los impulsos monetarios operan sobre las variables nominales, especialmente sobre los precios, pero no parecen afectar de modo significativo a las variables reales –que vienen determinadas por factores reales–; en el corto y medio plazo, las aceleraciones y desaceleraciones monetarias afectan tanto al componente monetario de la renta como al componente real, pero mientras sus efectos sobre el segundo son transitorios. De ahí las dificultades de una política monetaria que pretenda estimular de modo persistente el avance del producto real por encima de un ritmo “normal” o “natural”: requeriría aceleraciones continuas de la cantidad de dinero, y tasas más altas de avance deseadas para el producto real sólo podrán mantenerse con impulsos monetarios adicionales, generadores de tasas de inflación crecientes. (De modo semejante, las desaceleraciones monetarias llevarán a descensos de los precios siempre que éstos sean flexibles a la baja; pero si su flexibilidad es escasa, la contracción inducida en el producto real sólo se superará muy lentamente).

Por lo mismo, de acuerdo con las ideas del monetarismo, la relación entre la tasa de paro y la tasa de inflación no será estable y permanente; las autoridades no podrán escoger una tasa de paro efectiva inferior a la “natural” y mantenerla a un coste limitado de inflación. Si las autoridades desean mantener la tasa de paro efectiva por debajo de la “natural”, deberán estar dispuestas a impartir reiterados impulsos monetarios y a aceptar sucesivas elevaciones de precios y salarios monetarios tanto más frecuentes cuanto más rápido sea el ajuste de las expectativas de los trabajadores a los avances de la inflación. Si no mantuviesen la aceleración monetaria, la tasa de paro efectiva bascularía hacia la tasa “natural”.

En definitiva, las ideas monetarias habían cambiado de un modo notable: se pensaba ahora que las economías no necesitaban políticas de estabilización tan frecuentes como las que se consideraban precisas en la época temprana del keynesianismo y se entendía ahora que la política monetaria era un arma más potente que la política fiscal y, por consiguiente, más peligrosa en sus actuaciones.

Los monetarios pensaban, por otra parte, que los economistas y, especialmente, los economistas de los bancos centrales tendían a ignorar la potencia desestabilizadora de las políticas monetarias discrecionales y activistas. Los monetaristas proponían, por ello, políticas monetarias basadas en el criterio “normas frente a discrecionalidad”, políticas que tuviesen como objetivo último un crecimiento de

la renta monetaria coherente con el logro de la estabilidad de los precios a medio y largo plazo y que buscasen ese objetivo último utilizando como objetivo intermedio una tasa estable de crecimiento de un agregado monetario que se hubiera mostrado altamente estable en los estudios empíricos. A medida que las ideas monetaristas fueron ganando terreno en los bancos centrales –durante los años setenta–, los estudios de los bancos centrales fueron desplazándose hacia la selección de los agregados monetarios más estables y hacia la determinación de los objetivos perseguidos.

La atención prestada por Friedman y sus seguidores al proceso de formación de expectativas y al papel desempeñado por éstas en muchos procesos económicos llevó, en los años setenta, a recuperar las críticas dirigidas por John Muth, en 1961, a la formación de expectativas en Economía y a adoptar el supuesto de un comportamiento racional de los agentes en la formación de sus expectativas relativas a las variables económicas. Esto equivalía a suponer que los agentes forman esas expectativas utilizando eficazmente toda la información relevante que tienen a su disposición en el momento de elaborarlas –una información referida no sólo al pasado y al presente sino también al futuro, por ejemplo, en cuanto a las previsiones de los agentes sobre variaciones significativas de la política económica–. La racionalidad de las expectativas no implica, desde luego, ausencia de errores de previsión; los valores efectivos de la variable contemplada pueden diferir de las previsiones racionalmente elaboradas, tal vez porque la información de que dispongan los agentes sea incompleta o porque existan elementos de incertidumbre imprevisibles en el sistema.

Robert E. Lucas y sus colaboradores desarrollaron, a partir de los primeros años setenta, los modelos de la denominada Nueva Economía Clásica, que integran la hipótesis de expectativas racionales en modelos de equilibrio continuo y que provocaron una conmoción, especialmente en el ámbito de la macroeconomía teórica. Estos modelos describían economías competitivas con precios plenamente flexibles que mantenían continuamente equilibrados los mercados y con agentes optimizadores cuya racionalidad se extendía incluso a la elaboración de sus expectativas. En estos modelos, la consecuencia de los impulsos monetarios dependerá de cómo los incorpore el público a sus expectativas en cuanto a intensidad y efectos: si se espera que un impulso expansivo previsto se traduzca en un incremento de los salarios reales, el resultado será un aumento de la oferta de trabajo, del empleo y de la producción; si espera, por el contrario, que el impulso monetario expansivo se pierda en aumentos de precios sin mejora del salario real, no se registrará un efecto estimulante sobre las variables reales de la economía. El resultado dependerá, por tanto, de las expectativas que el público se forme sobre el futuro del nivel general de los precios, expectativas que están basadas en una información parcial e incompleta, tanto más borrosa cuanto más alejados estén los precios de su entorno inmediato, y en la experiencia sobre el comportamiento del

nivel general de los precios en esa economía. Si el país se ha venido caracterizando por su proclividad inflacionista y por la volatilidad acusada de sus precios, los trabajadores tenderán a interpretar el impulso monetario como básicamente inflacionista y no aumentarán su oferta de trabajo; si, por el contrario, el país ha venido caracterizándose por la estabilidad de los precios, los trabajadores verán en la subida del salario monetario una promesa sólida de elevación del salario real y aumentarán su oferta de trabajo, induciendo aumentos en la producción y el empleo. En resumen, los impulsos monetarios anticipados por el público y tratados como inflacionistas serán neutrales respecto de las variables reales de la economía; si son impulsos no anticipados por el público, tendrán efectos sobre las variables reales pero sólo de modo temporal, porque cuando los trabajadores tomen conciencia de ellos y los incorporen a sus expectativas como impulsos inflacionistas, se agotará su efecto expansivo sobre la producción y el empleo. Las autoridades pueden insistir en la sorpresa y el engaño, pero los trabajadores aprenderán pronto y reaccionarán con rapidez creciente, anulando los efectos reales perseguidos por la política monetaria. (De modo semejante, las políticas monetarias deflacionistas, si son imprevistas, no anticipadas, tendrá efectos contractivos sobre la producción y el empleo; si, por el contrario, son políticas anticipadas, se registrará una desinflación indolora, precios y salarios monetarios descenderán sin que se vean afectadas la oferta de trabajo y el empleo).

En definitiva, los impulsos monetarios sistemáticos, anticipados, incorporados por los sujetos a la información relevante utilizada en la elaboración de sus expectativas, no tienen, en estos modelos, efectos sobre las variables reales de la economía en ningún plazo; los impulsos monetarios sorpresivos, no anticipados, podrán tener efectos sobre las variables reales en el corto plazo, pero sólo de modo muy transitorio, ya que la abundancia y la rapidez de la información en el mundo actual permitirán a los agentes corregir con rapidez sus errores de percepción; en fin, los impulsos monetarios, tanto en su componente anticipado como no anticipado, tendrán efectos persistentes sobre el nivel de precios y la tasa de inflación. Puesto que los efectos reales generados por los impulsos monetarios serán inexistentes o muy pasajeros y dejarán siempre, tras de sí, aumentos permanentes de la inflación, de los modelos de equilibrio continuo con expectativas racionales deriva la conveniencia de eliminar las sorpresas monetarias, abandonar las políticas discrecionales y activistas y atenerse a normas estables de crecimiento de la cantidad de dinero orientadas a conseguir la estabilidad de precios.

Estos fundamentos teóricos, inspiradores principales de las nuevas políticas monetarias a partir de los años setenta, se habían presentado como opuestos a los rasgos básicos del pensamiento monetario keynesiano dominante con anterioridad. Frente a la preocupación de Keynes con la inestabilidad de la demanda del sector privado y su propuesta de ayudar a la estabilización de la economía con políticas compensatorias de demanda de carácter fiscal y, sólo en segundo térmi-

no, de carácter monetario, las políticas posteriores reducían la importancia atribuida a la inestabilidad del sector privado y al margen otorgado a las políticas de estabilización. Frente a la inestabilidad y al dudoso papel que el keynesianismo otorgaba a la política monetaria como instrumento de compensación cíclica, las políticas posteriores subrayaban la estabilidad relativa de la demanda de dinero y el potencial de los impulsos monetarios, hasta el punto de señalar el riesgo de que las medidas monetarias –más enérgicas que las fiscales– actuasen como factores de inestabilidad económica y de acentuación de las fluctuaciones. Frente a la aceptación keynesiana de que los impulsos monetarios pudieran ejercer efectos persistentes sobre las variables reales a corto plazo, las políticas posteriores ponían en duda su capacidad para actuar sobre las variables reales a corto plazo y de modo persistente, en tanto que sus efectos sobre las variables monetarias serían habituales y duraderos. Frente a la actitud keynesiana que alentaba a las autoridades a buscar, a través de políticas monetarias discrecionales, posiciones óptimas en cada subperiodo de programación –en términos, por ejemplo, de tasas de inflación y de paro–, las concepciones posteriores, entendiendo la política como un juego de estrategias entre las autoridades y el público, insisten en que las autoridades desarrollen políticas regladas que se atengan a mantener el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero que se haya anunciado al público y al que éste haya adaptado sus expectativas de precios; porque desviaciones discrecionales posteriores respecto de esta senda en busca de un bienestar social mayor conseguido a través de niveles más altos de producción y empleo, generarán elevaciones de las tasas de inflación y revisiones al alza de las expectativas de precios del público; y, en último término, la inconsistencia temporal practicada por las autoridades en su política monetaria acabará conduciendo a una combinación de tasas de paro y de inflación menos favorable al bienestar social que la combinación que aparecía como punto de partida en la estrategia monetaria. Hubiera sido preferible que las autoridades –el banco central– renunciaran a su discrecionalidad y respetaran la *norma* que inicialmente habían anunciado.

Al incurrir en esta inconsistencia temporal en su política monetaria –es decir, al haber incumplido la norma de estabilidad inicialmente propuesta–, el banco central habrá perdido *credibilidad*. El público es ahora consciente de las preferencias del banco central en favor de una reducción de la tasa de paro al precio de una mayor inflación y, en consecuencia, desconfiará del anuncio de una vuelta a una política de mayor estabilidad por parte del banco central. El público se mostrará muy resistente a revisar a la baja sus expectativas de inflación y ello dificultará mucho la nueva política de estabilidad anunciada. El proceso de reducción de la tasa de inflación será lento y costoso en términos de empleo y producto.

Si se consiguiera elevar el coste que la autoridad monetaria atribuye a la inflación, el público reduciría, en sus expectativas, el temor a nuevos impulsos expansivos y la senda de equilibrio monetario podría desplazarse hacia abajo, es

decir, hacia tasas más bajas de inflación mientras la tasa de paro se mantiene en la tasa natural. Esto ha llevado, en numerosos países, a introducir importantes reformas en la estructura institucional de la política monetaria. La reforma más destacada ha consistido en alejar la política monetaria de los Gobiernos, siempre sometidos a múltiples presiones, y en confiar su diseño e instrumentación a bancos centrales independientes a los que se fija, además, estatutariamente, el logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios como objetivo dominante. Tales reformas pueden reforzarse haciendo recaer el nombramiento de Gobernador del banco en persona experta y conservadora que atribuya a la inflación un coste superior al que le imputa el conjunto de la sociedad e incluso fortaleciendo la propensión anti-inflacionista del Gobernador mediante una relación contractual que haga depender su permanencia en el cargo y su retribución de los resultados de su política de estabilidad de precios.

Quienes defienden el sometimiento de los bancos centrales a normas que restrinjan el comportamiento futuro de la política monetaria de un modo creíble y desconfían de que la independencia institucional elimine, por sí sola, el riesgo inflacionista inherente a la discrecionalidad, pueden proponer que el mantenimiento de la actividad de los precios sea la preocupación única de los bancos centrales y que éstos se ajusten, por tanto, a normas de gran rigidez. Pocos son, sin embargo, los economistas que aconsejan, hoy, una reducción tan drástica de los objetivos de la política monetaria y no hay banco central dispuesto a renunciar completamente a la utilización de la política monetaria para conseguir efectos de estabilización real de la economía a corto plazo. En consecuencia, los bancos centrales sometidos a normas rigurosas y cuyo objetivo explícito y dominante es la estabilidad de los precios se reservan, normalmente, algunos márgenes de flexibilidad para su política: así, los objetivos –ya sean objetivos intermedios expresados en términos de tasas de variación de algún agregado monetario, ya sean objetivos directos definidos en términos de tasas de variación de precios– se fijan como un rango que permite alguna flexibilidad a corto plazo; y así también, los objetivos suelen definirse de modo que los *shocks* de oferta no obliguen a una inmediata reacción de la política monetaria y puedan ser parcial y paulatinamente acomodados a fin de que el ajuste no imponga perturbaciones acusadas de las variables reales. Los márgenes de flexibilidad varían, como es natural, de un banco central a otro; como varían también el énfasis puesto en el objetivo de inflación como dominante y las reservas introducidas para impedir que el seguimiento estricto de tal objetivo pueda llevar a una elevada inestabilidad en la economía real.

En algunas ocasiones, los compromisos asumidos por los bancos centrales mediante normas relativas al cumplimiento de determinados objetivos intermedios como expresión de su voluntad de mantener una disciplina monetaria, han de ser abandonados por haberse hecho imposibles o infiables. Así ocurrió con el objetivo de mantener el tipo de cambio fijo respecto de una moneda estable tras

las perturbaciones cambiarias de los años setenta; y así ha ocurrido también, en los años ochenta y noventa, con los objetivos de mantenimiento de las tasas de crecimiento de determinados agregados monetarios dentro de ciertos límites, tras la constatación de fuertes inestabilidades en las funciones de velocidad y de demanda de los mismos resultantes de las políticas de desregulación y de la introducción de abundantes innovaciones financieras. En tales casos, los bancos centrales han de adoptar nuevas estrategias que lleven al ánimo del público la confianza de que se va a mantener una política monetaria disciplinada. Y así, un buen número de bancos centrales han pasado, en los últimos años, a adoptar directamente objetivos de tasa de inflación y a utilizar el tipo de interés nominal a corto plazo como instrumento monetario básico.

En esta estrategia, el banco central anuncia objetivos formales de tasas de inflación para uno o más horizontes, señalando que el mantenimiento de una inflación baja y estable es el propósito dominante de la política monetaria. Un objetivo directo de inflación no es una norma. De hecho, el desplazamiento hacia esta estrategia implica ganar márgenes de flexibilidad y discrecionalidad para responder a *shocks* de oferta y a desarrollos inesperados, pero el banco ha de dar cuenta de la política practicada y explicitar sus posibles consecuencias para la inflación a más largo plazo. La estrategia con objetivo directo de inflación se ha caracterizado como una posición híbrida que implica una discrecionalidad restringida.

Puede decirse que, en la realidad actual de los bancos centrales, el debate entre los defensores de las normas estrictas de disciplina monetaria y los partidarios de una discrecionalidad ocupada en practicar la política “óptima” a lo largo del tiempo ha perdido buena parte de las aristas que lo caracterizaban hace pocas décadas. Las estrategias basadas en normas que ofrecen al banco central márgenes razonables de flexibilidad, la discrecionalidad practicada por autoridades que asignan un alto coste a la inflación y la discrecionalidad restringida que incorporan habitualmente las estrategias con objetivos directos de inflación pueden conducir, todas ellas, a políticas monetarias disciplinadas capaces de ganar credibilidad a los ojos del público. La estabilidad de precios ocupa una posición dominante en los objetivos de los bancos centrales, pero no excluye la reserva de márgenes que permiten la contribución monetaria a la estabilidad de la economía real a corto plazo en situaciones especiales.

Esta convergencia relativa de las estrategias de política monetaria es expresión de la convergencia observada, en buena medida, en sus fundamentos teóricos durante los últimos años. Por una parte, los modelos de estirpe keynesiana han asumido la hipótesis de expectativas racionales, desde su introducción en los años setenta, como la mejor aproximación disponible, por ahora, para entender la formación de expectativas por los agentes económicos; han aceptado las críticas básicas que se les han dirigido en cuanto a su introducción de su puestos *ad hoc* para

generar rigideces de precios, sin suficientes fundamentos microeconómicos racionales, que son causa de desequilibrios y de dificultades para el restablecimiento de los equilibrios, y se han esforzado, no siempre con éxito, en dotar de bases racionales a las rigideces introducidas; y aunque han mantenido la existencia de márgenes para las políticas de estabilización, han admitido los límites y los riesgos de éstas últimas y participan de la desconfianza hacia las políticas monetarias discrecionales y activistas. Por otra parte, los modelos de equilibrio continuo con expectativas racionales han registrado notables dificultades para contrastar empíricamente la denominada “norma de ineffectividad de la política monetaria” y la diferencia básica entre los efectos reales generados por los impulsos monetarios sistemáticos y los de carácter sorpresivo; han tenido que enfrentarse con las importantes diferencias en los efectos de los impulsos monetarios resultantes de pequeñas variaciones introducidas en los modelos en relación con la estructura de información; y han recurrido, en numerosos casos, a la introducción de rigideces de precios y salarios que justifiquen la duración observada en las fluctuaciones y en efectos reales provocados por los impulsos monetarios.

El resultado de todo ello ha sido la extensión de políticas monetarias más proclives a la estabilidad de precios que en el pasado, pero que no excluyen la reserva de márgenes –variables de un banco central a otro– que permitan una contribución monetaria a la estabilidad de la economía real a corto plazo en situaciones concretas. Los resultados conseguidos con esas estrategias han sido considerables durante los últimos años: la tasa media de inflación ha descendido desde el 9% hasta el 2% anual, en los países industriales (OCDE), entre la primera mitad de los años ochenta y los primeros años del siglo XXI, y desde el 31% hasta el 6% en los países en proceso de desarrollo entre esas mismas fechas. Los bancos centrales han tendido a situarse así, en los últimos años, en “contextos de baja inflación” donde, aunque la estabilidad monetaria nunca está definitivamente consolidada, la tarea de los bancos centrales se ve facilitada por la credibilidad adquirida.