

De Metas Monetarias a Metas de Inflación: Lecciones de los Países Industrializados

*Frederic S. Mishkin**

Resumen

En este artículo se analiza la evolución de la política monetaria en los países industrializados a través de la evaluación de dos estrategias: metas monetarias y metas de inflación. Se presentan estudios de países que han adoptado estas estrategias y se enuncia un conjunto de lecciones. La experiencia con las metas monetarias sugiere que, a pesar del éxito en el control de la inflación por parte de Suiza y particularmente de Alemania, las condiciones especiales que permitieron su efectividad difícilmente se darían en otro lugar.

Por ello, las metas de inflación son más adecuadas para conducir a un buen desempeño económico en países que han decidido tener una política monetaria independiente. Sin embargo, existen sutilezas en la manera en que la estrategia de metas de inflación se instrumenta. Espero que las lecciones de los países industrializados analizadas aquí sean de utilidad para los bancos centrales en el diseño del marco de la política monetaria.

* Preparado para la conferencia del Banco de México, "Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional," Ciudad de México, Noviembre 14-15, 2000. Cualquier punto de vista expresado en este artículo es única y exclusivamente del autor y no de la Universidad de Columbia o del NBER.

1. Introducción

En años recientes los bancos centrales de los países industrializados han logrado grandes avances en la conducción de la política monetaria. La inflación ha sido reducida a niveles congruentes con la estabilidad de precios y sin afectar desfavorablemente al crecimiento económico. Por el contrario, una vez que la estabilidad de precios ha sido conseguida, las tasas de expansión de la economía agregada han sido elevadas.

¿Cómo se ha obtenido esta mejora en el desempeño de la política monetaria? En este artículo se examina la evolución de la política monetaria en los países industrializados a través de un estudio de la aplicación de dos enfoques: metas monetarias y metas de inflación – dos estrategias básicas que permiten a la política monetaria centrar su atención en consideraciones de índole interna.¹ El artículo incluye casos de estudio breves de países que han adoptado estas dos estrategias. Asimismo, delinea un conjunto de lecciones que deben ser valiosas tanto para los países industrializados como para los emergentes.

2. Metas Monetarias

Una estrategia de metas monetarias consta de tres elementos: 1) confianza en la información que proporciona un agregado monetario para fines de la conducción de la política monetaria, 2) el anuncio de metas para los agregados monetarios, y 3) la adopción de algún mecanismo de rendición de cuentas para evitar desviaciones significativas y sistémicas de las metas monetarias.

Experiencia en los Países Desarrollados

En los años setenta, muchos países industrializados adoptaron el enfoque de metas monetarias. Aquí se ofrece un breve repaso de la experiencia al respecto de los Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, países en los cuales el régimen no fue particularmente exitoso. A continuación se examina la experiencia de otros países que tuvieron más éxito con ese enfoque, como

¹ Discuto estrategias de política monetaria que utilizan metas de tipo de cambio y que, por tanto, no pueden enfocarse exclusivamente en consideraciones de índole interna en Mishkin (1999a).

Alemania y Suiza.²

Los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá

A partir de 1970, como resultado de una preocupación creciente por la inflación, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal definió trayectorias de seguimiento semanales para M1 e indicó el comportamiento deseable para M2 (Meulendyke, 1990). En 1975, como respuesta a una resolución del Congreso, la Reserva Federal empezó a anunciar públicamente sus metas de crecimiento para ciertos agregados monetarios. Sin embargo, en la práctica la Reserva Federal nunca consideró el cumplimiento de las metas de crecimiento para el dinero como una prioridad, dando mayor peso a la disminución del desempleo y a suavizar los movimientos de las tasas de interés.³ Esta política se refleja en el hecho de que M1 tendió a aumentar después de 1975 no obstante que las metas monetarias eran decrecientes. Más aún, el desempleo cayó continuamente después de 1975 mientras que la inflación se incrementó fuertemente.

En octubre de 1979, la Reserva Federal modificó sus procedimientos operativos restándole importancia a la tasa de interés para préstamos de reserva obligatoria como su meta operativa. En paralelo, supuestamente reforzó su compromiso con el control de los agregados monetarios para lo cual adoptó las reservas propias como meta operativa. Sin embargo, este cambio de procedimiento no resultó en un mejor control monetario: las fluctuaciones en el crecimiento de M1 aumentaron en vez de disminuir como se hubiera esperado. Al respecto, la Reserva Federal falló en sus metas de crecimiento para M1 en los tres años del periodo 1979-82. Pareciera que controlar los agregados monetarios nunca fue realmente la intención del cambio de política de 1979 (ver por ejemplo Bernanke y Mishkin, 1992, y Mishkin 2001), sino que más bien fue una cortina de humo para ocultar la necesidad de la Reserva Federal de subir las tasas

² Bernanke y Mishkin (1992) y Mishkin y Posen (1997) contienen una discusión más detallada de las experiencias de estos países con las metas monetarias.

³ La Reserva Federal también persiguió otros objetivos durante el periodo de metas monetarias, tales como la estabilidad del tipo de cambio y la de los mercados financieros.

de interés a niveles muy elevados para reducir la inflación. En adición, la creciente dificultad para predecir la relación entre los agregados monetarios con el Producto Nacional Bruto y la inflación, despertó la inquietud de que los agregados monetarios ya no resultaban útiles para guiar la conducción de la política monetaria. Con la inflación controlada, en octubre de 1982, la Reserva Federal empezó de reducir el énfasis en los agregados monetarios y en febrero de 1987 anunció que ya ni siquiera fijaría metas para M1. Finalmente, en julio de 1993 Alan Greenspan declaró en el Congreso que la Reserva Federal ya no utilizaría metas monetarias, incluyendo las relativas a M2, como guía para la conducción de la política monetaria.

Al igual que los Estados Unidos, el Reino Unido adoptó el esquema de metas monetarias a mediados de los setenta en respuesta a preocupaciones por una inflación creciente. A finales de 1973 se inició el establecimiento de metas informales para un agregado amplio, M3, mientras que la publicación formal de metas arrancó en 1976. El Banco de Inglaterra tuvo grandes dificultades para alcanzar las metas de M3 en el periodo 1976-79. No sólo se sobrepasaron persistentemente los objetivos anunciados sino que frecuentemente se revisaron a mitad del camino o incluso fueron abandonados. No obstante que la inflación cayó después de la perturbación ocurrida en 1973 sobre el precio del petróleo, a partir de 1978 la inflación en el Reino Unido empezó a acelerarse nuevamente, alcanzando un nivel cercano a 20% en 1980.

Al igual que en los Estados Unidos, la percepción de una crisis de inflación forzó a un cambio de la estrategia a principios de 1980. Ello, mediante la introducción por parte de la primer ministro Thatcher de la Estrategia Financiera de Mediano Plazo en que se propuso una desaceleración gradual del crecimiento de M3. Desafortunadamente, la política monetaria británica enfrentó un problema técnico similar al experimentado en los Estados Unidos: la relación entre el agregado objetivo y el ingreso nominal se volvió muy inestable. Después de 1983 el Banco de Inglaterra empezó a restar importancia al agregado M3, argumentando que la innovación financiera estaba causando estragos en la relación entre M3 y el ingreso nominal. Ello dio lugar a que se inclinara a favor de un agregado más estrecho, M0 (la base monetaria). La

meta para M3 fue temporalmente suspendida en octubre de 1985 y abandonada definitivamente en 1987. Hasta que los británicos entraron al Mecanismo de Tipo de Cambio Europeo (MTC) y fijaron el valor de la libra esterlina al marco alemán, la tasa de crecimiento de M0 se mantuvo muy cerca de los intervalos de la meta. Sin embargo, de 1987 a 1990 el crecimiento de M0 resultó bastante más elevado porque las autoridades querían frenar la apreciación de la libra.

Canadá también respondió a sus problemas considerables de inflación con la instrumentación de metas monetarias en 1975. Ello, con base en un programa de “gradualismo monetario” según el cual el crecimiento de M1 sería controlado mediante un intervalo para la meta que se estrecharía paulatinamente. El gradualismo monetario en Canadá no fue más exitoso que los intentos con el enfoque de metas monetarias en los Estados Unidos y en el Reino Unido. No obstante que el crecimiento de M1 frecuentemente se ubicó cerca de la meta y que el objetivo de reducir el crecimiento de M1 se alcanzó durante la última parte de los setenta, Canadá, al igual que los otros dos países, experimentó un resurgimiento de la inflación. Para 1978, sólo tres años después de haberse adaptado el esquema de metas monetarias, el Banco de Canadá empezó a abandonar esta estrategia. Lo anterior debido a las preocupaciones por los movimientos del tipo de cambio y la incertidumbre acerca de la utilidad de M1 como guía confiable para la política monetaria. En noviembre de 1982, las metas de M1 fueron definitivamente abandonadas. Gerald Bouey, Gobernador del Banco de Canadá describió la situación señalando: “Nosotros no abandonamos a los agregados monetarios, ellos nos abandonaron a nosotros.”

Una de las características del esquema de metas monetarias que aplicaron los Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido fue el haber permitido que sus bancos centrales manipularan el régimen al fijar metas para múltiples agregados. Asimismo, se consintió el desplazamiento de la base de referencia (se aplicaban las metas de crecimiento al nuevo saldo al que el agregado terminaba cada periodo). Dichos bancos centrales no anunciaban las metas de acuerdo con un programa regular, utilizaban medios artificiales para reducir el crecimiento del agregado monetaria para el cual se había establecido la

meta (el deshonroso “corsé” del Reino Unido); incumplían frecuentemente sus metas sin aplicar posteriormente acciones correctivas y ocultaban a menudo las causas de las desviaciones de las metas monetarias.⁴

La adopción del esquema de metas monetarias en estos tres países no tuvo éxito en el control de la inflación y hay dos versiones de porqué esto ocurrió. Una es que no se le dio la oportunidad suficiente ya que el banco central no tomó en serio el establecimiento de las metas monetarias. Esto es lo que sugieren las prácticas descritas en el párrafo anterior. La otra es que la creciente inestabilidad de la relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo, tales como la inflación (o el ingreso nominal), ocasionó que la estrategia estuviera predestinada al fracaso y que, por lo mismo, no debería ser perseguida de manera seria.

Alemania y Suiza

Alemania y Suiza utilizaron oficialmente el régimen de metas monetarias por más de veinte años empezando a finales de 1974. El éxito que obtuvieron en controlar la inflación es la razón por la cual ese esquema cuenta todavía con numerosos defensores y es un elemento del régimen oficial de política del Banco Central Europeo.

El agregado monetario elegido por los alemanes fue el “dinero del banco central”, un agregado estrecho que se integra con la suma de los billetes y monedas en circulación y los depósitos de los bancos ponderados por los coeficientes de reserva obligatoria vigentes en 1974. En 1988 el Bundesbank pasó de una fijación para las metas de “dinero del banco central” a la determinación de objetivos para M3. Los suizos empezaron estableciendo metas para el agregado monetario M1, pero en 1980 modificaron el enfoque y empezaron a fijar el agregado monetario más estrecho, M0, o sea la base monetaria.

El hecho crucial de los regímenes de metas monetarias de Alemania y Suiza es que fueron muy distintos al que implica una regla monetaria tipo Friedman,

⁴ Ver Bernanke y Mishkin (1992) y Mishkin (2001) para mayores detalles de las manipulaciones que los bancos centrales llevaron a cabo.

en la que las autoridades mantienen al agregado monetario en una trayectoria de crecimiento constante y dicha trayectoria es el principal punto de atención de la política monetaria. De acuerdo con lo que hizo notar Otmar Issing, economista en jefe del Bundesbank en ese entonces, “uno de los secretos del éxito de la política alemana con las metas de crecimiento monetario fue que ...muchas veces no se sentía circunscrita por la ortodoxia monetaria en lo que se refería a sus detalles más técnicos.”⁵ El Bundesbank permitió el crecimiento del agregado monetario fuera del intervalo establecido por periodos de dos hasta tres años, pero los montos sobrepasados fueron subsecuentemente revertidos. El esquema de metas monetarias en Alemania y en Suiza fue más bien, principalmente, un método para comunicar la estrategia de política monetaria, intento que se concentró en consideraciones de largo plazo y en el control de la inflación.

La determinación de los intervalos para la meta monetaria generó una gran presión para hacer a la política del banco central más transparente (clara, simple y entendible) y para establecer una política de comunicación regular con el público. Primero y principalmente, la fijación de un objetivo de inflación numérico fue un aspecto prominente en la determinación de los intervalos para la meta y este ejercicio se convirtió en algo muy público. La fijación de metas del Bundesbank para respaldar la tasa objetivo de crecimiento del agregado monetario se sustentaba en la ecuación de la teoría cuantitativa del dinero. Ello, mediante la utilización del objetivo numérico de inflación, el crecimiento potencial estimado de la producción y las tendencias esperadas de la velocidad de circulación del dinero. En segundo lugar, el régimen de metas monetarias, lejos de permanecer como una regla de política rígida, se volvió muy flexible en la práctica. En Alemania la meta dentro de los intervalos para el crecimiento del dinero no se alcanzó la mitad de las veces, frecuentemente por la preocupación del Bundesbank en cuanto a otros objetivos, incluyendo la producción y el tipo de cambio.⁶ Más aún, el Bundesbank demostró su flexibilidad al permitir que su objetivo de inflación variara con el tiempo y que convergiera lentamente con el objetivo de inflación

⁵ Otmar Issing, (1996), página 120.

⁶ Ver Von Hagen (1995), Neumann (1996), Clarida y Gertler (1997, Mishkin y Posen (1997) y Bernanke y Mihov (1997).

de largo plazo.

Cuando el Bundesbank determinó por primera vez sus metas monetarias a finales de 1974, anunció un objetivo de mediano plazo de 4%. Esto es, muy por encima de lo que se consideraba como un nivel apropiado de largo plazo para la inflación. Se clarificó que este objetivo de mediano plazo para la inflación difería del de largo plazo al denominarlo “el incremento inevitable de los precios”. El enfoque gradualista para reducir la inflación dio lugar a un periodo de 9 años antes de que el objetivo de mediano plazo fuese considerado compatible con la estabilidad de precios. Cuando ello ocurrió a finales de 1984, el objetivo de mediano plazo de la inflación fue redesignado como “la tasa normativa de incremento de los precios” y se fijó en 2% y se mantuvo en este nivel hasta 1997 cuando fue cambiado a entre 1.5 y 2%. El Bundesbank también reaccionó a perturbaciones adversas de oferta, y a restricciones en la provisión de energéticos o de materias primas que elevaron el nivel de los precios. Ello, mediante la revisión al alza del objetivo de inflación de mediano plazo. Específicamente cabe citar la elevación del incremento “inevitable” de los precios, de 3.5% a 4%, debido a las repercusiones de la segunda perturbación petrolera en 1980.

Los regímenes de metas monetarias de Alemania y Suiza hicieron patente el fuerte compromiso de comunicación que tienen los bancos centrales con el público en general. Los objetivos de crecimiento monetario fueron utilizados continuamente como marco de referencia para explicar la estrategia de política monetaria. Así, tanto el Bundesbank como el Banco Nacional Suizo realizaron un tremendo esfuerzo, en términos de publicaciones al igual que en cuanto a los frecuentes discursos de sus funcionarios, para transmitir al público lo que el banco central estaba intentando. De hecho, dado que ambos bancos centrales frecuentemente fallaban en lograr sus metas de crecimiento para el dinero, por montos significativos, la mejor manera de visualizar a las metas y a su determinación eran las siguientes: como un dispositivo para comunicar transparentemente los procedimientos de la política monetaria para cumplir sus objetivos de inflación y también como un dispositivo para fortalecer la rendición de cuentas del banco central.

El régimen de metas monetarias alemán fue exitoso para conseguir una

inflación baja. Este logro ha sido envidiado por muchos otros países, lo que explica porqué Alemania fue escogida como ancla del Mecanismo de Tipo de Cambio (MTC). Una clara muestra del buen desempeño de la política monetaria alemana se hizo evidente durante la reunificación de Alemania en 1990. No obstante el resurgimiento temporal de la inflación por los términos de la reunificación, por demandas de salarios elevados y por la expansión fiscal, el Bundesbank fue capaz de evitar que estos efectos temporales tuvieran un impacto sobre el proceso inflacionario. Para 1995 la inflación cayó por debajo del objetivo normativo de inflación de 2%.

La instrumentación del esquema de metas monetarias en Suiza fue más problemática que en Alemania. Lo anterior sugiere las dificultades que enfrenta la fijación de metas para agregados monetarios en una economía abierta y pequeña y cuyos mercados monetarios también experimentaban cambios substanciales en la estructura institucional. Ante la apreciación del franco suizo en un 40%, ponderada según el comercio exterior, entre el otoño de 1977 y el de 1978, el Banco Nacional Suizo decidió que el país no podía tolerar un nivel tan elevado del tipo de cambio. Así, en el otoño de 1978 se abandonó temporalmente el régimen de metas monetarias al sustituirse la meta monetaria por una de tipo de cambio hasta la primavera de 1979, cuando se reintrodujo la fijación de las metas monetarias, si bien ello nunca fue anunciado.

El periodo de 1989 a 1992 tampoco fue muy alentador para la fijación de metas monetarias en Suiza. La razón es que el Banco Nacional Suizo no pudo mantener la estabilidad de precios después de haber logrado reducir la inflación (por ejemplo ver Rich, 1997). El significativo repunte de la inflación de 1989 a 1992, alcanzando niveles por arriba de 5%, ocurrió debido a dos factores. El primero fue que la fortaleza del franco suizo de 1985 a 1987 ocasionó que el Banco Nacional Suizo permitiera que la base monetaria creciera en 1987 a una tasa mayor que la meta de 2%. El año siguiente propició que la meta de crecimiento aumentara a 3%. El segundo se debió a la introducción en 1988 de un nuevo sistema de pagos interbancario, Compensación Interbancaria Suiza (Swiss Interbank Clearing) y a una revisión amplia de los requerimientos de liquidez de la banca comercial. Las

perturbaciones del tipo de cambio y el desplazamiento de la demanda de base monetaria a consecuencia de los cambios institucionales antes mencionados, crearon un serio problema para la meta del agregado fijada. A lo largo de 1988 se hizo patente que el Banco Nacional Suizo se había equivocado en la predicción de los efectos de estas perturbaciones. Por tanto, la política monetaria resultó demasiado laxa aún cuando la meta monetaria no se haya alcanzado. El desenlace fue un incremento de la inflación a más de 5%.

Como consecuencia de estos problemas, Suiza relajó su régimen de metas monetarias. El Banco Nacional Suizo reconoció que los objetivos de crecimiento para el dinero tenían menos utilidad que la supuesta para señalar la dirección de la política monetaria. Así, el anuncio dado a finales de 1990 sobre la trayectoria de crecimiento de mediano plazo no especificó un horizonte para la meta o su punto de partida. El Banco especificó dicho punto de partida hasta finales de 1992. Más adelante, al cierre de 1994 se dio a conocer una nueva trayectoria de mediano plazo para el crecimiento de la base monetaria en el periodo 1995 a 1999. Al determinar esta trayectoria, el Banco reveló retroactivamente que el horizonte para la primera trayectoria también había sido de 5 años (1990-95). Claramente, con esa acción el Banco Nacional Suizo se movió a un esquema mucho más flexible y dejó de intentar alcanzar metas para la base monetaria de un año. No obstante ello, las autoridades monetarias suizas continuaron logrando controlar la inflación, al retroceder la tasa correspondiente a un nivel menor que 1%. Ello, después del aumento temporal de la inflación de 1989 a 1992. En 1999 los suizos se movieron en definitiva a un régimen de metas de inflación. Sin embargo, se siguió asignando al dinero un papel especial como variable de información.

Lecciones de la Experiencia con Metas Monetarias

Son tres las lecciones que se desprenden de la discusión sobre el esquema de metas monetarias en los Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá, Alemania y Suiza.

1. La Inestabilidad de la Relación entre los Agregados Monetarios y las Variables Objetivo (Inflación e Ingresos Nominales) Hace que la Fijación de Metas Monetarias sea Problemática. Como se desprende de la experiencia descrita anteriormente, la relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo, tales como la inflación, es con frecuencia muy inestable. Como resultado de ello, la importancia de las metas monetarias se ha determinado o dichas metas han sido abandonadas por completo (como ocurrió en los casos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá). Alternativamente, cuando el esquema se ha seguido con demasiado rigor se ha incurrido en serios errores de política (como en Suiza). Incluso en Alemania la relación entre los agregados monetarios y el ingreso nominal y la inflación no ha sido muy estrecha (por ejemplo, Estrella y Mishkin, 1997). Esto ayuda a explicar porque el Bundesbank toleró desviaciones respecto de los intervalos de la meta la mitad de las veces. Un problema similar de inestabilidad en la relación entre el dinero y la inflación se ha encontrado en las economías emergentes, como las de América Latina (Mishkin y Savastano, 2000).

La débil relación entre el dinero y el ingreso nominal implica que cumplir con una meta monetaria no producirá el resultado deseable para una variable objetivo como la inflación. Más aún, el comportamiento del agregado monetario no aportará una señal adecuada sobre la postura de la política monetaria. Así, salvo en circunstancias muy poco usuales, la determinación de metas monetarias no ayudará a anclar las expectativas inflacionarias y no será una buena guía para evaluar la rendición de cuentas del banco central. Adicionalmente, la errática relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo, hace que sea difícil que las metas monetarias sirvan como un mecanismo de comunicación que incremente la transparencia de la política monetaria y la rendición de cuentas del banco central hacia el público.

2. La Clave del Éxito de la Instrumentación del Esquema de Metas Monetarias es una Comunicación Activa que Fortalezca la Transparencia y la Rendición de Cuentas del Banco Central. Las experiencias de Alemania y Suiza muestran que la fórmula de metas monetarias puede ser utilizada exitosamente si se usa para comunicar sin ambigüedad la estrategia de largo

plazo relativa al control de la inflación. Los bancos centrales de ambos países usaron el esquema para estipular claramente los objetivos de la política monetaria y para explicar que las acciones cuando las metas no eran alcanzadas permanecían enfocadas a la estabilidad de largo plazo. La activa comunicación con el público por parte del Bundesbank y del Banco Nacional Suizo aumentó la transparencia y mejoró la rendición de cuentas de esos bancos centrales. En contraste, la falta de rigor del esquema que permitió que los bancos centrales correspondientes manipulaban la fijación de las metas monetarias en los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, obstruyó el proceso de comunicación. Consecuentemente, no propició una mayor transparencia ni responsabilidad en cuando a rendir cuentas.

Debido a que las explicaciones de porqué no se alcanzan las metas son complicadas por necesidad, la fórmula de metas monetarias sólo es efectiva para controlar la inflación si el público posee formación en cuestiones monetarias y tiene al banco central en alta estima. Suiza y especialmente Alemania satisfacen estas condiciones. En esos países al público le importa mucho evitar una inflación elevada y los bancos centrales tienen excelentes historiales en prevenirla. Sin embargo, muy pocos otros países cumplen con las características que hacen que funcionen las metas monetarias en Alemania y Suiza. Es por ello que en Mishkin (1999) se ha argumentado en contra del uso de los agregados monetarios como pilar de la política monetaria del Banco Central Europeo. Asimismo, dada la escasa credibilidad de los bancos centrales de los países de mercados emergentes, son aún más poderosas las razones por las que es poco probable que ese régimen produzca buenos resultados.

3. *El Esquema de Metas Monetarias Ha Sido Muy Flexible en la Práctica y No Ha Sido Necesario un Enfoque Rígido para Obtener Buenos Resultados.* Los casos en estudio muestran que los países que han utilizado la fórmula han sido bastante flexibles en su aplicación. Todos se han fijado objetivos adicionales a la estabilidad de precios, como preocupaciones por el tipo de cambio, la inestabilidad financiera y las fluctuaciones de la producción. No obstante haber adoptado esquemas flexibles de metas monetarias con márgenes de tolerancia

respecto a las metas además de una desinflación gradual, Alemania y Suiza han demostrado que la flexibilidad si puede ser congruente con un control exitoso de la inflación. La clave del éxito ha sido la seriedad con que se persiga el objetivo de largo plazo de estabilidad de precios y atraer activamente el apoyo del público.

Como se aprecia en la siguiente sección, los elementos clave de un régimen exitoso de metas monetarias – flexibilidad, transparencia y rendición de cuentas – también son precondiciones indispensables de un esquema de metas de inflación. Yo sostengo que las políticas monetarias alemana y suiza estuvieron en la realidad mucho más cerca de un régimen de metas de inflación que de metas monetarias tipo Friedman. Por tanto, se les debe considerar como sistemas “híbridos” de metas de inflación. Esta es la razón por la cual para Suiza resultó tan natural recientemente moverse a un régimen de metas de inflación y porqué un pilar de la estrategia de política monetaria del BCE es el objetivo de inflación de 0 a 2%.

3. Metas de Inflación

El esquema de metas de inflación involucra cinco elementos fundamentales: 1) el anuncio público de metas numéricas para la inflación de mediano plazo; 2) un compromiso institucional con la estabilidad de precios como el principal objetivo de largo plazo de la política monetaria y con su consecución; 3) una estrategia de información incluyente en la cual muchas variables y no sólo los agregados monetarios son utilizadas para tomar las decisiones de política monetaria; 4) mayor transparencia de la política monetaria mediante comunicaciones con el público y con los mercados sobre los planes y los objetivos de las autoridades monetarias; y 5) mejor rendición de cuentas del banco central en cuanto al logro de sus objetivos de inflación.

La Experiencia de los Países Industrializados

Ante los problemas que se enfrentaron con el esquema de metas monetarias en los años setenta y ochenta, numerosos países industrializados empezaron a adoptar la fórmula de metas de inflación en los noventa. El caso pionero fue el de Nueva Zelanda en 1990 y le siguieron Canadá en febrero de 1991, Israel en diciembre de 1991, el Reino Unido en 1992, Suecia y Finlandia en

1993, y Australia y España en 1994. Los estudios de caso se centran en Nueva Zelanda, Australia, Canadá y el Reino Unido de cuyas experiencias se obtienen las lecciones fundamentales.⁷

Nueva Zelanda y Australia

Después de lograrse reducir la inflación en Nueva Zelanda de 17% en 1985 a alrededor de 5% en 1989, ese último año el Parlamento promulgó una nueva Ley del Banco de la Reserva que entró en vigor el 1 de febrero de 1990. Así, dicho banco central, pasó de ser uno de los menos autónomos a uno de los más autónomos entre los países industrializados. Además, dicha ley también le determinó un solo objetivo: la estabilidad de precios. Esa ley estipuló que el Ministro de Finanzas y el Gobernador del Banco Central debían negociar y hacer público el *Acuerdo de Metas de Política*, el cual especifica las metas bajo las cuales debe ser evaluado el desempeño de la política monetaria. Los acuerdos referidos han especificado metas numéricas para la inflación y las fechas en las cuales deben ser alcanzadas. Una característica poco usual de la ley neozelandesa es que el Gobernador del Banco de la Reserva debe rendir cuentas exactas por el éxito de la política monetaria. Si los objetivos determinados en el Acuerdo de Metas de Política no se satisfacen, el Gobernador puede ser destituido.

El primer Acuerdo de Metas de Política, suscrito por el ministro de finanzas y el gobernador del Banco de la Reserva el 2 de marzo de 1990, instruyó al Banco de la Reserva a alcanzar una inflación anual entre 3 y 5% para finales de 1990 con una reducción gradual en años subsecuentes a un intervalo de 0 a 2% para 1992 (modificado para 1993). Dicho intervalo fue mantenido hasta el final de 1996 cuando se amplió a entre 0 y 3%. Como resultado de la política monetaria restrictiva aplicada la inflación se redujo de más de 5% a menos de 2% para finales de 1992, pero al costo de una recesión profunda y de un fuerte aumento en el desempleo. De 1992 a 1996 la inflación en Nueva Zelanda se mantuvo baja, mientras que la tasa de crecimiento económico fue muy elevada, excediendo en algunos años 5% y el desempleo

⁷ Detalles más precisos de la experiencia de los países industrializados con el esquema de metas de inflación se pueden encontrar en Leiderman y Svensson (1995), Mishkin y Posen (1997), Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen (1999).

disminuyó de manera significativa.

Al igual que bajo el régimen de metas monetarias alemán, el de metas de inflación de Nueva Zelanda incorporó bastante flexibilidad. Primero, como se ha visto anteriormente, el intervalo de las metas se redujo gradualmente, acercándose al objetivo de estabilidad de precios de largo plazo. Svensson (1997) ha señalado que la convergencia gradual de la meta de inflación al objetivo de estabilidad de precios de largo plazo confirma que las fluctuaciones de la producción son una preocupación de las autoridades monetarias. Segundo, el Banco de la Reserva enfatizó que el piso del intervalo debería ser un compromiso tan importante como el intervalo mismo, lo que es indicativo de su preocupación por abatir las fluctuaciones de la producción así como la inflación. Como resultado de ello, el Banco de la Reserva relajó la política monetaria tan pronto como en septiembre de 1991 para prevenir que la inflación cayera por debajo del intervalo objetivo. Tercero, el régimen incorpora cláusulas de escape que permiten al Banco de la Reserva acomodar perturbaciones específicas sobre la inflación. En la lista se incluyen cambios significativos en los términos de intercambio, variaciones en los impuestos indirectos que afectan el nivel de los precios y perturbaciones de oferta tales como una epidemia general que afectara a la ganadería.

No obstante la flexibilidad del régimen de metas de inflación que se instrumentó en Nueva Zelanda, éste también tenía elementos rígidos: el horizonte de un año para la meta de inflación, el intervalo inicialmente estrecho de la meta y la fuerte sanción potencial para el gobernador si la inflación quedaba fuera del intervalo incluso por una magnitud pequeña. Estos elementos de rigidez ocasionaron dos problemas serios. El primero fue el de controlabilidad, es decir, la dificultad de mantener a la inflación dentro de un intervalo estrecho. El segundo, en cuanto a la inestabilidad del instrumento. Esto se refiere a las amplias fluctuaciones ocasionales en los instrumentos de la política monetaria, ya sean las tasas de interés o el tipo de cambio. En 1995 el Banco de la Reserva excedió el intervalo de la meta de un año por unas cuantas décimas de punto porcentual lo que puso al gobernador en riesgo de ser destituidos de acuerdo con la ley del banco central. El Banco de la Reserva reconoció que este incumplimiento era probablemente

transitorio y que la inflación caería, indicando que la política monetaria no había sido excesivamente expansionaria. Afortunadamente éste punto de vista fue aceptado fuera del Banco y el gobernador Don Brash, de excelente desempeño, se mantuvo en su puesto.

Sin embargo, forzar la consecución de la meta anual, tuvo la consecuencia desafortunada de producir fluctuaciones excesivas en los instrumentos de la política monetaria, especialmente en cuanto al tipo de cambio. En una economía pequeña y abierta como la de Nueva Zelanda, los movimientos del tipo de cambio tienen un impacto más rápido sobre la inflación que las tasas de interés. Así, tratar de alcanzar la meta anual requería de una mayor dependencia en la manipulación del tipo de cambio, lo que ocasionó que éste experimentara grandes fluctuaciones. El intento de cumplir con la meta de corto plazo del Banco de la Reserva también puede haber inducido una mayor volatilidad de la producción. Por ejemplo, a finales de 1996, dicho Banco adoptó una política monetaria excesivamente restrictiva alcanzando la tasa interbancaria para operaciones en efectivo un nivel de 10%. Y todo por temor a que la inflación pudiera sobrepasar el intervalo predeterminado en 1997. Esta acción contribuyó a ocasionar una caída no deseada de la producción.

A principios de 1997 la importancia del tipo de cambio quedó institucionalizada. Ello, al adoptar el Banco de la Reserva el Índice de Condiciones Monetarias (ICM) como su principal indicador para la política monetaria, concepto similar al desarrollado originalmente por el Banco de Canadá. La idea detrás del ICM, el cual es un promedio ponderado del tipo de cambio y de la tasa de interés de corto plazo, es que tanto las tasas de interés como el tipo de cambio tienen impactos sobre la inflación que en promedio se compensan. Cuando el tipo de cambio se deprecia, esto usualmente ocasiona una inflación más elevada en el futuro, por lo que las tasas de interés tienen que subir para cancelar la mayor presión inflacionaria

El problema con el concepto del ICM es que los efectos compensatorios sobre la inflación de las tasas de interés y del tipo de cambio dependen de la naturaleza de las perturbaciones sobre este último. Si la depreciación del tipo de cambio ocurre por razones de ajuste de cartera, entonces ello ocasiona

una mayor inflación y tiene que ser compensada por un alza de las tasas de interés. Por otra parte, si el motivo de la depreciación del tipo de cambio es de índole real, como una perturbación adversa sobre los términos de intercambio que disminuya la demanda por los productos de exportación del país, la situación será muy diferente. Una perturbación negativa sobre los términos de intercambio reduce la demanda agregada y es probable que sea deflacionaria. La respuesta correcta de las tasas de interés sería una disminución y no un aumento como lo sugiere el ICM.

Con la perturbación adversa sobre los términos de intercambio ocurrida en 1997, la adopción del ICM condujo a una respuesta de la política monetaria equivocada en respuesta a la crisis del Este de Asia. El ICM experimentó una caída brusca por la depreciación del dólar neozelandés a raíz del inicio de la crisis en julio de 1997 después de la devaluación del baht Tailandés. Lo anterior indicaba que el Banco de la Reserva necesitaba aumentar las tasas de interés, lo cual se hizo en más de 200 puntos base. El resultado fue una política monetaria demasiado restrictiva, con la tasa de interés interbancaria elevándose por arriba de 9% hacia junio de 1998. Debido a que la depreciación tuvo su origen en una perturbación substancial de los términos de intercambio, lo cual disminuyó la demanda agregada, no fue sorprendente que la restricción de la política monetaria condujera a una severa recesión, a que no se alcanzara el intervalo de la meta de inflación y a que hubiera deflación en 1999.⁸ Eventualmente, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda se dio cuenta de su error y revirtió la política, reduciendo drásticamente las tasas de interés a partir de julio de 1998. Sin embargo, ello tuvo lugar después de que la economía había entrado en recesión, y para entonces era ya demasiado tarde.

En contraste con el caso de Nueva Zelanda, en Australia no se promulgó legislación alguna para adoptar el régimen de metas de inflación. En ese último país se llevó a cabo una transición más suave a este régimen de

⁸ La perturbación sobre los términos de intercambio no fue el único fenómeno adverso que la economía de Nueva Zelanda enfrentó durante este periodo. El sector agrícola resintió una severa sequía que también dañó a la economía. Así, el error de política monetaria no fue la única causa de la recesión. La mala suerte también jugó su papel. Ver Drew y Orr (1999) y Brash (2000).

política monetaria. Se inició con una afirmación del gobernador del Banco de la Reserva en un discurso de marzo de 1993 en el que señaló que alcanzar una inflación de 2 a 3% en unos cuantos años sería un buen resultado. Le siguió un compromiso más firme anunciado en septiembre de 1994 respecto de un objetivo de inflación (que posteriormente fue ascendido a la categoría de meta formal) de 2 a 3% a conseguirse “en el transcurso de los años” (Fraser, 1994). La versión australiana del esquema de metas de inflación también contrasta con la experiencia de Nueva Zelanda al enfatizar la flexibilidad en todos los aspectos de su operación. Ello implicó desde la definición de la meta hasta reconocerse la facultad de discrecionalidad para responder a las perturbaciones. Los precios de la energía y de los alimentos fueron excluidos del índice de precios que se utiliza para el cálculo de la meta, y el Banco de la Reserva ha indicado que después de una perturbación sobre nivel de precios (Stevens y Debell, 1995) retornará al intervalo de 2 a 3% sólo gradualmente. Por otra parte, al igual que Nueva Zelanda, Australia adoptó el régimen de metas de inflación sólo después de haber alcanzado una desinflación sustancial, al pasar de una tasa de cerca de 10% a mediados de los ochenta, a un nivel aproximado de 2% a principios de los noventa.

El enfoque más flexible respecto a la fijación de metas de inflación en Australia ha sido bastante exitoso. Ha conseguido alcanzar una inflación cercana a la meta de 2 a 3% desde que se inició su aplicación. Particularmente notable fue lo bien que la política monetaria se desempeñó en respuesta a la crisis del Este de Asia en 1997. Antes de la adopción del régimen en 1994, el Banco de la Reserva de Australia tenía la política de permitir que el tipo de cambio flotara sin interferencia. Ello, en particular si la causa del movimiento del tipo de cambio era una perturbación real, como una modificación brusca de los términos de intercambio. Así, ante la devaluación de la moneda de Tailandia en julio de 1997, el Banco de la Reserva reconoció que se trataba de una perturbación adversa sustancial sobre los términos de intercambio, debido a que un componente muy importante de su comercio exterior se realiza con la región asiática. Así, se decidió no interferir con la depreciación del dólar australiano que inevitablemente habría de ocurrir.⁹ En contraste

⁹Ver McFarlane (1999) y Stevens (1999).

con Nueva Zelanda, Australia inmediatamente redujo su tasa de interés interbancaria para operaciones en efectivo en 50 puntos base, a un nivel de 5%, y la mantuvo hasta finales de 1998, cuando la redujo nuevamente otros 25 puntos base.

De hecho, probablemente la adopción del régimen de metas de inflación ayudó al Banco de la Reserva de Australia a ser incluso más agresivo en el relajamiento de su política monetaria en respuesta a la crisis del Este de Asia. Ello ayuda a explicar porqué su respuesta fue tan rápida. El Banco de la Reserva actuó para dejar en claro que ese relajamiento era exactamente lo que se requería para prevenir que la inflación quedara por debajo de la meta. Así, el relajamiento probablemente no tuvo un efecto adverso sobre las expectativas de inflación. Los resultados de las acciones de política del Banco de la Reserva de Australia fueron extremadamente favorables. En contraste con la experiencia de Nueva Zelanda, el crecimiento real de la producción se mantuvo relativamente vigoroso durante este periodo. Más aún, no hubo consecuencias adversas sobre la inflación no obstante la depreciación significativa que experimentó el dólar australiano contra el dólar de los Estados Unidos de casi 20%. De hecho, la inflación permaneció bajo control, cayendo durante este periodo y terminando ligeramente por debajo de la meta de 2 a 3%.

El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda ha modificado su régimen y ahora es más parecido al de los australianos. Ello se derivó de los problemas que se enfrentaron en 1997 y 1998 como resultado de concentrar la atención en el tipo de cambio y por la rigidez de su régimen en comparación con el de Australia. Las autoridades neozelandesas han reconocido los problemas que tuvieron con el esquema en un horizonte demasiado corto y ahora enfatizan un horizonte de seis a ocho trimestres en las discusiones de política monetaria.¹⁰ Más aún, el Acuerdo de Metas de Política suscrito entre el banco central y el gobierno ha sido recientemente modificado y se ha hecho más flexible para orientarse a un horizonte de planeación más largo.¹¹ El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda también ha reconocido los problemas

¹⁰ Ver Sherwin (1999) y Drew y Orr (1999).

¹¹ Ver Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (2000).

que enfrentó al utilizar el ICM como un indicador de la política monetaria. De ahí que lo haya abandonado en 1999. Ahora opera la política monetaria de una manera más convencional utilizando como su instrumento de política la tasa interbancaria para operaciones en efectivo, asignando mucho menos énfasis al tipo de cambio. Recientemente, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda también modificó su discurso en cuanto a la meta de inflación, poniendo mayor énfasis en el punto medio de ésta y no tanto en los límites superior e inferior del intervalo.

Canadá

Al igual que en Nueva Zelanda y en Australia, Canadá adoptó el esquema de metas de inflación sólo después de haber alcanzado una desinflación sustancial, bajando de una tasa superior a 10% a poco más de 4% a finales de 1990. Como en Australia, la adopción del esquema no fue resultado de nueva legislación. Sin embargo, en contraste con el caso de Australia, la meta de inflación es determinada y anunciada conjuntamente por el gobierno y por el banco central. El 26 de febrero de 1991, en anuncio conjunto del ministro de finanzas y del gobernador del Banco de Canadá se estableció formalmente el régimen de metas de inflación. Los intervalos para la meta fueron de 2 a 4% para finales de 1992, de 1.5 a 3.5% para junio de 1994 y de 1 a 3% para diciembre de 1995 y de allí hasta diciembre de 1998. Desde entonces se ha mantenido en dicho nivel.

En un inicio un importante reto para el éxito del régimen de metas de inflación fue la introducción de un impuesto sobre el consumo de bienes y servicios acompañado por incrementos en otros impuestos directos tanto federales como provinciales. De hecho una razón importante por la cual el gobierno canadiense optó por el esquema fue su esperanza de que lograría dos cosas: moderar los incrementos salariales del sector público ante los aumentos del impuesto indirecto y ayudar a que el efecto de estos impuestos se limitase a producir un incremento de una vez sobre el nivel de precios en vez de dar lugar a una elevación de la inflación. En este sentido la adopción del esquema de metas de inflación fue bastante exitosa. Aunque generó un brote inflacionario en 1991 de 5%, le siguió una disminución hacia 0% en 1995,

significativamente por debajo de la meta de 1 a 3%.

El esquema de metas de inflación adoptado por Canadá es bastante flexible y resultó más cercano al de Australia que al de Nueva Zelanda. En el caso de que no cumpla con la meta, el Banco de Canadá no es responsable directamente ante el gobierno ni está sujeto a sanciones formales como en Nueva Zelanda. En la modalidad canadiense más bien se rinde cuentas al público en general, como lo hace el Banco de la Reserva de Australia. Adicionalmente, el régimen se construyó en un inicio sobre la base de una reducción gradual de la inflación reconociéndose explícitamente los rezagos de las acciones de política monetaria sobre los resultados de inflación. Esto se hizo evidente al fijarse el horizonte para la primera meta en 22 meses y concentrarse tanto en la tendencia subyacente de la inflación, como en la inflación del índice de precios al consumidor. El Banco de Canadá también ha enfatizado que además de la inflación también le preocupan las fluctuaciones de la producción. Si bien todos los regímenes de metas de inflación en los países industrializados han establecido un piso y un techo a sus objetivos, esta característica ha sido más prominente y explícita en Canadá. Gordon Thiessen, gobernador del Banco de Canadá desde 1993, ha enfatizado esto frecuentemente en sus discursos. La siguiente cita es muy sugerente:

“Algunas personas tienen temor de que al concentrarse la política monetaria firmemente en el control de la inflación, las autoridades monetarias pueden estar ignorando la actividad económica y el empleo. Nada podría estar más lejos de la verdad. Al mantenerse la inflación dentro del intervalo de la meta, la política monetaria actúa como un estabilizador para la economía. Cuando el debilitamiento de la demanda amenaza con jalar a la inflación por debajo del intervalo de la meta se impide ello mediante un relajamiento monetario”. (Thiessen, 1996, p.2)

Una característica distintiva del marco canadiense es el desarrollo del concepto del ICM y su uso como guía para la política monetaria. Una variación del ICM se define como la suma ponderada de las variaciones en la tasa de interés del papel comercial a noventa días y el tipo de cambio ponderado por comercio, con un peso de la tasa de interés con relación al tipo de cambio de

3 a 1. El ICM ha sido usado para recordar al público (y a aquéllos al interior del Banco) que el canal de transmisión de la política monetaria no es solamente la tasa de interés, sino también el tipo de cambio. Y que en economías pequeñas y abiertas como la de Canadá este último es un canal sumamente importante. Por tanto, debe ser considerado cuando se fijan las tasas de interés. Si bien el ICM ha sido útil, recientemente el Banco de Canadá ha dado marcha atrás y se ha alejado de ese concepto. El subgobernador Charles Freedman ha argumentado [Freedman (2000)] que las causas de las perturbaciones recientes han sido muy diferentes a las del periodo en el cual se estimaron las ponderaciones del ICM. Consecuentemente, ello ha hecho que el ICM sea una guía menos confiable para la postura de la política monetaria.

El Reino Unido

Después de que el Reino Unido fue forzado a dejar el Sistema Monetario Europeo tras el ataque especulativo sobre la libra de septiembre de 1992, los británicos decidieron adoptar el esquema de metas de inflación a manera de utilizarlo como ancla nominal en vez del tipo de cambio. Antes de 1997, el Banco de Inglaterra no tenía autoridad legal sobre la definición de la política monetaria y sólo podía hacer recomendaciones. Así, fue el Ministro de Hacienda quien anunció la meta de inflación para el Reino Unido el 8 de octubre de 1992. Tres semanas más tarde “invitó” al gobernador del Banco de Inglaterra a publicar un *Informe de Inflación* cada trimestre, en el cual se informaría sobre el progreso obtenido en alcanzar la meta. El intervalo de la meta de inflación se fijó entre 1 y 4% hasta la siguiente elección, a más tardar en la primavera de 1997. Ello, con la intención de que la inflación se ubicara en la parte inferior del intervalo (o sea por debajo de 2.5%). En mayo de 1997 después de llegar el nuevo gobierno laborista al poder, se adoptó una meta puntual de 2.5% para la inflación y se otorgó al Banco de Inglaterra el poder para determinar las tasas de interés. Con ello, a partir de entonces la Institución ha tomado un papel más independiente en la política monetaria.

La decisión de moverse hacia una meta puntual de 2.5%, fue un reflejo de los problemas que se suscitaron con el intervalo de 1 a 4% a mediados de

1995. En la reunión del 5 de mayo de ese año entre el Ministro de Hacienda y el gobernador del Banco de Inglaterra, el ministro ejerció su autoridad en contra del consejo del gobernador relativo a elevar las tasas de interés. Ello, aún cuando la inflación se encontraba en la mitad superior del intervalo y el banco pronosticaba que subiría más. La inflación terminó excediendo el punto medio del intervalo (2.5%) por un punto porcentual. Por otra parte, en un discurso pronunciado el 14 de junio (Clarke, 1995) el ministro despertó cierta confusión respecto a si cumplir con la meta significaba mantener la inflación por debajo de 4% o por debajo de la meta de 2.5% fijada por él y su predecesor. Al igual que en Nueva Zelanda los límites del intervalo adquirieron vida propia, lo que hizo menos probable que la política monetaria enfocara su atención al punto medio. Para prevenir que esto volviera a ocurrir, en 1997 se adoptó una meta puntual de 2.5%.

Antes de adoptar el régimen de metas de inflación, el crecimiento de los precios en el Reino Unido ya había estado cayendo de un pico de 9% a principios de 1991 a 4% en el momento de la decisión. El esquema permitió la contención de la inflación después de la perturbación asociada a la devaluación de la libra esterlina en septiembre de 1992. Así, luego de un repunte pequeño a principios de 1993, la inflación continuó disminuyendo hasta que en el tercer trimestre de 1994 se situó en 2.2%, dentro del intervalo pretendido por el Ministro. Subsecuentemente la inflación aumentó por encima de 2.5% en 1996, pero ha permanecido alrededor de la meta de 2.5% desde entonces. Mientras tanto el crecimiento de la economía del Reino Unido ha sido vigoroso, propiciando una reducción de la tasa de desempleo.

El sistema británico de metas de inflación es similar en términos de flexibilidad a los regímenes australianos y canadiense. El esquema también ha enfatizado una desinflación gradual hacia el objetivo de largo plazo, ha fijado su atención en la inflación subyacente más que en la del índice de precios al consumidor y conlleva el compromiso de prevenir que la inflación caiga por debajo de la meta. Una característica poco usual del régimen británico era que hasta 1997 quien controlaba los instrumentos de la política monetaria era el Ministro de Hacienda en vez del banco central. Una manifestación de esta falta de

autonomía es que el Banco de Inglaterra se especializó en refinar sus comunicaciones con el público para poder actuar con efectividad como “la conciencia anti-inflacionaria” del gobierno. Siendo la necesidad la madre de todas las invenciones, el Banco de Inglaterra sentó un precedente con su informe trimestral de inflación. Así, el tercer informe, el de agosto de 1993, fue enviado al Tesoro sólo después de que su contenido había sido finalizado e impreso, a fin de que sus funciones no tuvieran la oportunidad de editar o sugerir cambios. Este informe fue diseñado para incrementar la transparencia y fortalecer la rendición de cuentas de la política monetaria. Ello, a manera de proveer una referencia para evaluar el desempeño en relación con la meta de inflación y para explicar como las circunstancias y las condiciones monetarias vigentes podrían probablemente afectar a la inflación futura. El estilo del Informe de Inflación es particularmente digno de notarse: se alejó de los informes tradicionales de los bancos centrales, aburridos y formales, y tomó los mejores elementos de la redacción de libros de texto (gráficas elaboradas, uso de recuadros) para mejorar la comunicación con el público. Debido al éxito que obtuvo para transmitir los mensajes del banco central, el Informe de Inflación del Banco de Inglaterra ha sido ampliamente emulado por otros países que han adoptado el esquema de metas de inflación.

El éxito del marco de metas de inflación en el Reino Unido, que puede atribuirse a que el Banco de Inglaterra se concentró en la transparencia y la comunicación, ayudó a que se le otorgara autonomía operacional para manejar los instrumentos de la política monetaria el 6 de mayo de 1997. En esa fecha el Ministro de Hacienda, Gordon Brown, anunció que en adelante el Banco de Inglaterra tendría la responsabilidad de determinar las intervenciones en cuanto a la tasa de interés base y al tipo de cambio de corto plazo. El ministro Brown citó dos factores para justificar esa decisión del gobierno: el primero fue el exitoso desempeño del Banco a través del tiempo medido contra la meta anunciada; y el segundo fue la mayor rendición de cuentas a que está sujeto un banco central independiente bajo un régimen de metas de inflación. Esto último hace que el banco sea más anuente a la supervisión política. El otorgamiento de autonomía operacional al Banco de Inglaterra ocurrió porque en adelante estaría operando bajo un régimen de política monetaria que garantizaría que sus objetivos no podrían diferir de los intereses de la sociedad

por periodos prolongados. Además, el manejo monetario debía estar aislado de consideraciones políticas de corto plazo.

Lecciones de la Experiencia con Metas de Inflación.

A continuación se apuntan diecisiete lecciones que se derivan de la experiencia en países industrializados con el esquema de metas de inflación.

1. La Fórmula de Metas de Inflación Ha Tenido Éxito en Controlar la Inflación. El desempeño de esas regímenes ha sido bastante bueno. Los países que lo han adoptado han logrado reducir significativamente la inflación en relación con las tasas que se podrían haber anticipado dada la experiencia pasada. Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen (1999), por ejemplo, encontraron que después de la introducción del esquema la inflación permaneció por debajo de la que se hubiera pronosticado utilizando vectores autoregresivos con datos del periodo anterior. Más aún, una vez reducida la inflación a niveles congruentes con la estabilidad de precios, se ha mantenido baja. Después de la estabilización, la inflación no se ha disparado nuevamente durante las expansiones cíclicas subsecuentes de la economía.

2. El Esquema de Metas de Inflación Debilita los Efectos de las Perturbaciones Inflacionarias. Como se mencionó, después de que Canadá adoptó el esquema en febrero de 1991, el régimen enfrentó un gran reto. Este se presentó en la forma de un nuevo impuesto al consumo de bienes y servicios y de una perturbación adversa de oferta que en periodos anteriores pudieran haber llevado a aumentos escalonados de la inflación. En contraste, los nuevos impuestos sólo ocasionaron incrementos de una sola vez en el nivel de precios. Es decir, el hecho no generó incrementos sucesivos de salarios y precios, de segunda y tercera vuelta, que hubieran causado un aumento persistente de la inflación. Otros ejemplos son las experiencias del Reino Unido y de Suecia una vez que salieron del Mecanismo de Tipo de Cambio (MTC) en 1992. En ambos casos, normalmente la devaluación habría estimulado la inflación. Ello, por los efectos directos de los mayores precios de exportación y de importación y por las subsecuentes repercusiones sobre las demandas salariales y la fijación de los precios. Nuevamente, en estos episodios parece razonable atribuir la falta de respuesta inflacionaria a la adopción del régimen de metas de inflación. Lo anterior por la eliminación

de los efectos alcistas de segunda y tercera vuelta y por ayudar a concentrar la atención del público en la naturaleza temporal de las perturbaciones derivadas de la devaluación. De hecho, una de las razones por las que se adoptó en ambos países el nuevo esquema fue para obtener exactamente este resultado.

3. *El Esquema de Metas de Inflación Puede Promover el Crecimiento y no Exacerbar los Ciclos de la Producción.* Si bien la reducción de la inflación ha estado asociada con niveles de producción por debajo de lo normal, en las fases de desinflación con el régimen de metas de inflación, la producción y el empleo regresan a niveles tan altos como los que existían previamente. Una conclusión conservadora es que una vez que se alcanza una inflación baja, la fijación de metas de inflación no es dañina para la economía real. Dado el fuerte crecimiento económico alcanzado después de la desinflación en muchos países que han adoptado el esquema, tales como los discutidos en los casos de estudio, puede decirse lo siguiente: la fórmula de metas de inflación promueve el crecimiento económico real en adición a controlar la inflación.

4. *Un Régimen de Metas de Inflación no Necesariamente Reduce los Costos de su Abatimiento.* Una de las esperanzas de los países industrializados al adoptar el régimen de metas de inflación cuando todavía tenían necesidad de desinflar fue la siguiente: que el compromiso del banco central de reducir y controlar la inflación mejoraría su credibilidad y, por tanto, también disminuiría las expectativas de inflación y las pérdidas de producto asociadas con la desinflación. Sin embargo, la experiencia y la evidencia econométrica (por ejemplo, Almeida y Goodhart, 1998, Laubach y Posen, 1997, Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen, 1999) no apoya esta predicción. Las expectativas de inflación no se ajustaron a la baja inmediatamente después de la adopción del esquema. Más aún, pareciera que la reducción en la pérdida de producción asociada con la desinflación, la tasa de sacrificio, fue mínima si es que hubo alguna, entre los países que adoptaron las metas de inflación. Desafortunadamente, parece que la fijación de metas de inflación no conlleva gratis ganancias en credibilidad. La única manera de lograr la desinflación es de la manera dura: induciendo en el corto plazo pérdidas en la producción y

en el empleo, para alcanzar los beneficios económicos de mayor plazo que se derivan de la estabilidad de precios.

5. La Clave del Éxito del Régimen de Metas de Inflación Ha Sido el Énfasis en la Transparencia y en la Comunicación con el Público.

Una característica esencial de todos los regímenes de metas de inflación es el enorme énfasis que han puesto en la transparencia y en la comunicación. El *Informe de Inflación* que publica el Banco de Inglaterra y los documentos correspondientes de otros bancos centrales que han adoptado el esquema de metas de inflación son ejemplos de lo anterior. Otros bancos centrales con metas de inflación han llevado la comunicación con el público aún más lejos. Los funcionarios del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, particularmente el Gobernador Don Brash, se enorgullecen del intenso programa de conferencias (e incluso de sus folletos) que son utilizados para explicar a todos los sectores de la sociedad la conducción de la política monetaria bajo un régimen de metas de inflación. Más aún, los bancos centrales con este régimen tienen formas adicionales de comunicación que incrementan la transparencia: testimonios ante los parlamentos nacionales, publicación de las actas de los comités que deciden sobre la política monetaria, publicación de los pronósticos de inflación y de producción y artículos en publicaciones del banco central y otras revistas que explican la actuación del banco central.

Los canales de comunicación mencionados son usados por los bancos centrales para explicar al público en general, a los participantes en los mercados financieros y a los políticos lo siguiente: 1) los objetivos y las limitaciones que enfrenta la política monetaria, incluyendo la racionalidad de las metas de inflación; 2) los valores numéricos de las metas de inflación y cómo fueron determinados; 3) cómo van a ser alcanzadas las metas dadas las condiciones económicas prevalecientes; y 4) las razones que explican las desviaciones respecto de las metas. Estos esfuerzos de comunicación han sido cruciales para el éxito de los regímenes de metas de inflación. Así, han mejorado la planeación del sector privado al reducir la incertidumbre sobre la política monetaria, las tasas de interés y la inflación; han promovido un debate alrededor de la política monetaria al educar al público sobre lo que un banco central puede y no lograr; han incrementado la libertad de acción

del banco central, por ejemplo, el permitir la adopción de una política monetaria expansiva cuando se enfrentan perturbaciones negativas para la economía sin efectos adversos sobre las expectativas de inflación; y han ayudado a clarificar y deslindar las responsabilidades del banco central y de los políticos en la conducción de la política monetaria.

6. *El Régimen de Metas de Inflación Propicia una Mejor Rendición de Cuentas y Aminora el Problema de Incongruencia Intertemporal.* Una consecuencia importante de una mayor comunicación y transparencia es que promueve la rendición de cuentas. Por tanto, puede ayudar a reducir la posibilidad de que el banco central caiga en la trampa de la incongruencia intertemporal según la cual intenta expandir la producción y el empleo en el corto plazo a través de una política monetaria excesivamente expansiva. Es probable que la incongruencia intertemporal provenga de las presiones políticas que se ejercen sobre el banco central para que éste adopte una política monetaria excesivamente laxa. Por ello una ventaja del régimen es que ayuda a enfocar el debate sobre lo que el banco central puede hacer en el largo plazo — es decir, controlar la inflación — en vez de lo que no puede hacer: elevar permanentemente el crecimiento económico y el número de empleos a través de una política monetaria expansiva. Así, la adopción del esquema de metas de inflación tiene el potencial de reducir las presiones políticas sobre el banco central para que persiga una política inflacionaria. Por ende, reduce la posibilidad de políticas inoportunas.

De hecho, en los países que han adoptado el esquema, el debate público se ha reorientado de consideraciones de corto plazo enfocadas al empleo a otros dos aspectos: cuales deben ser los objetivos de largo plazo y si la situación o condición actual de sus instrumentos es apropiada para alcanzar la meta de inflación establecida. Este cambio en la “economía política” de hacer política monetaria es una de las razones fundamentales para que los bancos centrales que han adoptado el enfoque hayan podido mantener la inflación en niveles bajos.

7. La Mayor Transparencia y Rendición de Cuentas Propia del Régimen de Metas de Inflación Ayuda a Promover la Autonomía del Banco Central. Un factor fundamental detrás del éxito conseguido con el enfoque de metas de inflación es que ayuda a promover la autonomía de los bancos centrales. Ello, en la medida en que les permite adoptar una visión de mayor plazo y evitar las presiones que llevan a que la política caiga en la incongruencia intertemporal. El éxito de la política monetaria medido contra un punto de referencia bien definido, las metas de inflación, ha sido crucial para obtener el apoyo del público en favor de la autonomía del banco central y de sus políticas. Ya se ha visto cómo en el caso del Reino Unido el enfoque de metas de inflación llevó a que el gobierno le diera al Banco de Inglaterra autonomía operacional. Otro ejemplo notable ocurrió en Canadá en 1996 cuando el Presidente de la Asociación Económica Canadiense pronunció un discurso criticando al Banco de Canadá por adoptar una política que consideraba era demasiado restrictiva. Ese discurso generó un amplio debate. En países cuyos bancos centrales no tienen metas de inflación tales debates muchas veces degeneran en llamados para la expansión inmediata de la política monetaria con escasa referencia a sus consecuencias de largo plazo. Sin embargo, en el caso canadiense la propia existencia de las metas orientó el debate a una discusión sustantiva sobre cuál debiera ser la meta de inflación apropiada. El Banco de Canadá y sus críticos fueron obligados a hacer explícitos sus supuestos y estimaciones de los costos y beneficios correspondientes a los diferentes niveles de inflación. De hecho dicho debate, así como el historial y la apertura del Banco de Canadá condujeron a un mayor apoyo a la Institución. Un resultado de ello fue que las críticas al Banco y a la conducción de la política monetaria no fueron temas en las elecciones de 1997 (como lo habían sido antes en ocasión de las elecciones de 1993).

8. La Rendición de Cuentas al Público en General Parece Funcionar Tan Bien Como La Que Se Hace Directamente al Gobierno. El banco central con metas de inflación que mayor exigencia enfrenta en cuanto a rendición de cuentas es el de Nueva Zelanda. En ese país el gobierno tiene facultades para destituir al Gobernador del Banco de la Reserva si no se cumple con los

objetivos fijados. Como se ha visto, en otros países que han adoptado la fórmula la rendición de cuentas es menos formal. No obstante, la transparencia que implica la política asociada con las metas de inflación ha ocasionado que el banco central tenga la necesidad de rendir cuentas al público en general y al gobierno. Indirectamente, ello conlleva los beneficios mencionados arriba. De hecho, los bancos centrales que enfrentan un enfoque menos formal en cuanto a la rendición de cuentas, (como los de Australia, Canadá y el Reino Unido) también han controlado bien la inflación al igual que lo logrado por Nueva Zelanda con un marco más formal.

9. *El Régimen de Metas de Inflación es Compatible con los Principios Democráticos.* Como se argumentó en Mishkin (1999), la fórmula de metas de inflación tiene la virtud de ser completamente compatible con el papel de un banco central en una sociedad democrática. Si bien un banco central tiende a ser más efectivo si está aislado de presiones políticas de corto plazo, los principios democráticos sugieren que en plazos más extensos debe rendir cuentas al cuerpo político respecto al logro de los objetivos fijados por el gobierno. Para utilizar la terminología de DeBelle y Fischer (1994) y Fischer (1994), el banco central tendría autonomía para determinar los instrumentos pero no los objetivos. Cuando los objetivos de la política monetaria y el historial del banco para cumplirlos se presentan de manera clara, como ocurre en un régimen de metas de inflación, resulta difícil que el banco central pueda aplicar por un lapso prolongado políticas incongruentes con los intereses de la sociedad en su conjunto.

10. *El Enfoque de Metas de Inflación Está Muy Lejos de Apegarse a Una Norma Estricta.* Algunos economistas (por ejemplo, Friedman y Kutner, 1996) han criticado al enfoque porque creen que impone una norma estricta a las autoridades monetarias que no les permite suficiente discreción para responder a circunstancias no previstas. Esta crítica ha figurado prominentemente en el debate relativo al tema de normas versus discreción. Por ejemplo, como se ha visto en los casos aquí estudiados, las autoridades no previeron el rompimiento de la relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo, tales como el gasto nominal o la inflación. De haberse adherido rígidamente a una regla monetaria, el rompimiento de la relación podría haber sido desastroso. Sin embargo, la distinción tradicional entre

normas y discreción puede ser altamente engañosa. Existen estrategias de política útiles que son similares a normas, en el sentido de que involucran comportamientos que miran hacia el futuro y que limitan la posibilidad de que las autoridades adopten sistemáticamente políticas que tengan consecuencias indeseables en el largo plazo. Tales políticas evitan el problema de la incongruencia intertemporal y que resultan bien caracterizadas con la denominación de “discrecionalidad restringida” (Bernanke y Mishkin, 1997).

De hecho, el régimen de metas de inflación puede caracterizarse con exactitud de la anterior manera. Como se ha visto en los estudios de caso, el régimen está muy lejos de ser una norma estricta. Primero, no incluye instrucciones simples y mecánicas de cómo el banco central debe conducir la política monetaria. El esquema requiere más bien que el banco central utilice toda la información disponible para determinar cuáles son las acciones apropiadas para alcanzar la meta de inflación. A diferencia de las normas simples de política, la fórmula nunca requiere que el banco central descarte información y se concentre en tan sólo una variable clave. Segundo, en la manera como se instrumenta la política de metas de inflación existe un grado sustancial de discreción. Como se ha señalado, la fórmula se ha modificado dependiendo de las circunstancias económicas. Más aún, los bancos centrales que operan bajo el régimen se reservan un margen de maniobra amplio para responder a fluctuaciones en el crecimiento de la producción a través de distintos métodos.

Sin embargo, no obstante su flexibilidad, es importante recordar que no se trata de un ejercicio de política discrecional expuesto a caer en el problema de la incongruencia intertemporal. Por su propia naturaleza, la estrategia de lograr una cierta meta de inflación obliga a las autoridades a ver hacia adelante en vez de tener una visión estrecha de las condiciones económicas actuales. Además, como se mencionó anteriormente, la transparencia a que obliga el régimen de metas de inflación aumenta la necesidad de rendir cuentas. Ciertamente, ello restringe la discreción del banco central de tal manera que se aminora el problema de la incongruencia intertemporal.

11. Las Metas de Inflación Siempre Han Sido Superiores a Cero Sin Que los Bancos Centrales Hayan Sufrido una Pérdida de Credibilidad. Todas las autoridades que en países industrializados han fijado metas de inflación

(o con sistema híbridos como Alemania o el Banco Central Europeo) han elegido metas de inflación significativamente superiores a cero. El punto medio de los intervalos de las metas de inflación es de uno por ciento para el Banco Central Europeo, de 1.5 por ciento para el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, de 1.7 por ciento para Alemania justo antes de la Unión Monetaria Europea, de 2 por ciento para Canadá, Suecia, Finlandia y España (antes de que se unieran a la Unión Monetaria Europea), y de 2.5 por ciento para Australia y el Reino Unido. La elección de metas de inflación superiores a cero refleja la preocupación de las autoridades monetarias de que una inflación demasiado baja puede tener efectos adversos substanciales sobre la actividad económica.¹² Hay razones particularmente válidas para temer una deflación, incluyendo la posibilidad de que ello pueda causar inestabilidad financiera y precipitar una contracción económica severa (ver Mishkin 1991 y 1997). De hecho, las deflaciones han venido asociadas con fuertes recesiones e incluso depresiones, como la de los años treinta. La reciente deflación en Japón ha sido un factor que ha debilitado al sistema financiero y a la economía. La fijación de metas de inflación por arriba de cero reduce la probabilidad de que ocurran periodos de deflación.

Mientras las metas de inflación sean congruentes con la definición de estabilidad de precios de Alan Greenspan –una tasa de incremento de los precios tal que los hogares y los negocios prácticamente no las tomen en cuenta en sus decisiones cotidianas y que yo pondría entre cero y tres por ciento– aparentemente no existirá una pérdida de credibilidad para el banco central y para el régimen de metas de inflación. Por ejemplo, la evidencia sobre expectativas de inflación que se deriva de encuestas y de las tasas de

¹² Por ejemplo, Akerlof, Dickens y Perry (1996) argumentan que una inflación por debajo de 2 por ciento puede conducir a mayor desempleo debido a rigideces a la baja en los salarios. Sin embargo, como ha sido señalado por Groshen y Schweitzer (1996), Akerlof, Dickens y Perry (1996) este argumento no toma en cuenta las fuerzas que operan en la dirección contraria; es decir, que inflaciones elevadas y variables pueden aumentar la interferencia en la determinación de los salarios relativos reduciendo el contenido de información y, por tanto, la eficiencia del proceso por el cual los trabajadores son asignados entre ocupaciones e industrias. En otras palabras, una mayor inflación puede representar tanto “arena” como “lubricante” en el mercado laboral.

interés (Almeida y Goodhart, 1998, Laubach y Posen (1997) y Bernanke, Laubach, Posen y Mishkin, 1999) sugiere que mantener una meta de inflación por arriba de cero (pero no demasiado por arriba) por un periodo prolongado no conduce a inestabilidad de dichas expectativas.

12. El Régimen de Metas de Inflación No Ignora los Objetivos de Estabilización Tradicionales. Una preocupación de los críticos del esquema es que una atención excesiva en la inflación puede resultar en fluctuaciones excesivas de la producción. El hecho de que no hayan ocurrido fluctuaciones excesivas de la producción se debe a que los bancos centrales no pueden tan sólo caracterizarse como “fanáticos de la inflación” (Mervyn King 1996). Como se ha apuntado en los estudios de caso revisados, los bancos centrales en los países que han adoptado el esquema de metas de inflación sí expresan su preocupación respecto a las fluctuaciones de la producción al decidir sobre su política monetaria. Esto se refleja en la flexibilidad con la cual se manejen los institutos centrales cuando existen perturbaciones de oferta, en la convergencia gradual de las metas de inflación con los objetivos de largo plazo (práctica que como lo ha demostrado Svensson, 1997, indica que la producción recibe una ponderación en las funciones objetivo del banco central) y en el énfasis de que acercarse al piso del intervalo justifica una política expansionista cuando hay perturbaciones adversas sobre la demanda agregada. Un beneficio del régimen de metas de inflación es que no ignora los objetivos de estabilización, más bien los pone en un contexto apropiado de largo plazo.

13. No Quedar muy Abajo del Intervalo de la Meta de Inflación es Tan Importante como Evitar Quedar Arriba del Mismo. Quienes fijan las metas de inflación, particularmente en el Banco de Canadá, han recalado que el piso del intervalo de la meta debe recibir el mismo énfasis que el techo. De esta manera se ayuda a estabilizar a la economía real cuando hay perturbaciones adversas sobre la demanda agregada. De hecho, las metas de inflación pueden aumentar la flexibilidad del banco central para responder a caídas del gasto agregado. Esto en virtud de que los desplomes de la demanda agregada susceptibles de producirse porque la inflación quede por abajo del intervalo de la meta automáticamente estimularán al banco central

a hacer más laxa su política monetaria sin el temor de que su acción vaya a detonar un aumento de la inflación. Esta característica de ese enfoque fue un elemento importante que ayudó a los australianos a responder rápidamente a la perturbación adversa que causó la crisis del Este de Asia en 1997. Esta reacción les permitió sobrevivir la tormenta mejor de lo que de otra manera podría haberse esperado. El no prestar suficiente atención a los efectos desfavorables de quedar por debajo del intervalo de la meta habría ocasionado un resultado diferente. En general ese tipo de reacción produce fluctuaciones excesivas de la producción.

El énfasis en la prevención de inflaciones por debajo del intervalo de la meta es relevante porque muestra al público y a los políticos que el banco central no es tan sólo un “fanático de la inflación” sino que también pone atención, “como ellos”, en las caídas de la producción. La búsqueda de la estabilidad de precios implica que así como se debe impedir una inflación demasiado alta, también debe evitarse una inflación demasiado baja. Concentrarse demasiado en prevenir que la inflación se ubique por arriba del intervalo de la meta sin ponderar suficientemente cuando la inflación se coloca por debajo puede costarle a un banco central perder el apoyo del público a sus políticas. Sin este apoyo, es probable que la presión política haga extremadamente difícil que el banco central pueda mantenerse en su objetivo de estabilidad de precios.

Aunque el Banco Central Europeo (BCE) actuó para prevenir una eventual deflación al relajar la política monetaria en su primer año de operación (Issing, 2000), el anuncio de su meta inicial de inflación “de menos de 2 por ciento” creó cierta confusión. Subsecuentemente se aclaró que como la inflación siempre significa un incremento en el nivel de precios, dicha meta implicaba un piso de cero para la inflación. Sin embargo, una mejor clarificación del BCE en el sentido de que el piso de cero es tan importante como el techo de 2 por ciento, debería mejorar la comunicación que mantiene con el público y fortalecería el apoyo a sus políticas. Para que un régimen de metas de inflación en países de mercados emergentes tenga éxito, resulta aún más importante enfatizar la prevención de inflaciones por debajo del piso de la meta. Ello, debido a que en estos países el apoyo en favor de la estabilidad

de precios es a menudo más endeble.¹³

14. Cuando Inicialmente la Inflación es Alta, el Régimen de Metas de Inflación Debe Instrumentarse Gradualmente Después de la Desinflación.

Cuando la inflación es alta, no es fácil para las autoridades monetarias controlarla. Por ello, bajo estas circunstancias un régimen de metas de inflación tiene más probabilidades de sufrir desviaciones con respecto a los objetivos, produciéndose entonces una pérdida de credibilidad para el banco central. El problema es a menudo más severo para las economías emergentes que padecer inflaciones superiores a las de los países industrializados. La solución a este dilema es adoptar metas de inflación sólo después de haber logrado un proceso exitoso de desinflación. Esta ha sido de hecho la estrategia utilizada por todos los países industrializados que se mencionan aquí. También ha sido utilizado por economías emergentes como Chile (ver Morande y Schmidt-Hebbel, 1997, y Mishkin y Svantano, 2000).

15. Un Horizonte Demasiado Corto y un Intervalo Muy Estrecho Pueden Llevar a Problemas de Control e Inestabilidad de los Instrumentos.

La política monetaria incide sobre la economía y sobre la inflación con grandes rezagos: para los países industrializados, estos rezagos son particularmente largos, del orden de dos años. Horizontes de tiempo más cortos, enmarcados en metas de inflación anuales, han sido lo común en los regímenes de metas de inflación. La definición de un horizonte demasiado breve puede ocasionar un problema de control: las desviaciones de la inflación con respecto a las metas tienden a ser demasiado frecuentes aún cuando la política monetaria sea óptima. Como se ha señalado, en 1995 el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda se excedió en el intervalo de la meta anual, dejando al Gobernador expuesto a ser despedido. Ello, aun cuando era ampliamente reconocido que aquel exceso duraría poco tiempo y que la inflación descendería. Afortunadamente, este incumplimiento no resultó en una pérdida substancial de credibilidad hacia el Banco de la Reserva. Lo anterior, porque estaba

¹³ Por ejemplo, el apoyo al Banco Central de Chile y a su régimen de metas de inflación sufrió un deterioro substancial después de las recientes inflaciones que quedaron por debajo de su meta. Además, todo ello ocurrió con muy pocos comentarios por parte del banco central chileno relativos a que las desviaciones por debajo de la meta también deberían ser una prioridad (Mishkin y Savastano, 2000).

claro que la política monetaria no había sido excesivamente expansionista. No obstante, en otras circunstancias el incumplimiento con las metas debido a un horizonte demasiado breve podría ser dañino para la credibilidad del banco central y debilitar la efectividad del esquema.

Un horizonte demasiado corto también tiende a ocasionar la inestabilidad de los instrumentos. Esto, debido a que los instrumentos de política son manejados en demasía a fin de alcanzar los objetivos en un plazo más breve. Como se ha visto, este problema es tal vez más severo en una economía abierta y pequeña, como es la de Nueva Zelanda. La razón es que los movimientos del tipo de cambio tienen un impacto más fuerte sobre la inflación que los de las tasas de interés. En un contexto semejante, los esfuerzos por alcanzar las metas anuales llevan al banco central a apoyarse más en la manipulación del tipo de cambio, lo que puede ocasionar pronunciadas fluctuaciones. Contar con una meta de inflación anual es una de las razones por las cuales Nueva Zelanda concentró su atención en el tipo de cambio en la conducción de la política monetaria. Las consecuencias fueron las adversas ya mencionadas.

El intento de alcanzar las metas de corto plazo también puede inducir una mayor volatilidad de la producción. Hay que recordar que un horizonte demasiado breve implica que en la función objetivo del banco central, no se ponga suficiente énfasis en las fluctuaciones de la producción como lo demuestra Svensson (1997). El caso de Nueva Zelanda también ejemplifica la inducción de fluctuaciones excesivas de la producción a causa de un horizonte demasiado corto. Esto ocurrió cuando el Banco de la Reserva aplicó una política monetaria restrictiva a finales de 1996 por el temor de que en 1997 la inflación se incrementara por arriba de la meta.

Una solución para evitar un plazo demasiado corto es establecer metas de inflación con un horizonte de dos o más años. Como se señaló, Nueva Zelanda se ha movido en esta dirección. El establecimiento de una meta de dos años automáticamente implica que el banco central tendrá metas multianuales. Ello en la medida que la meta del presente año tuvo que haber sido determinada dos años antes. Aún en ese caso, sería importante para el banco central explicar al público que la meta acordada hoy es para un periodo

de dos años. La razón es que debe conseguir el apoyo del público a una política monetaria apropiadamente preventiva.

Los problemas de control y de inestabilidad de los instrumentos también pueden surgir de un intervalo demasiado estrecho. Estimaciones acerca de la incertidumbre que es inevitable alrededor de una meta de inflación son del orden de 5 puntos porcentuales (por ejemplo, Haldane y Salmon, 1995, y Stevens y DeBelle, 1995). Sin embargo, con el tiempo el éxito del régimen de metas de inflación puede conseguir que disminuya la volatilidad de las expectativas de inflación y, por tanto, la inflación. Para acomodar dicha incertidumbre, un banco central con un esquema de metas de inflación podría establecer intervalos muy anchos para sus metas. Sin embargo, tampoco sería probable ni conveniente que procediera en esa forma pues un intervalo demasiado amplio puede confundir a los agentes económicos sobre las intenciones del banco central y reducir la credibilidad en sus políticas. De hecho los bancos centrales han tendido a seleccionar intervalos para sus metas tan estrechos que las desviaciones han resultado demasiado frecuentes aun con políticas idóneas.¹⁴ El incumplimiento de las metas en que incurrieron las autoridades de Nueva Zelanda en los primeros años podría ser atribuido en parte a un intervalo demasiado estrecho de 2 puntos porcentuales. Así, aunque el banco central de ese país no era partidario de ensanchar dicho intervalo a 3 puntos porcentuales, el cambio significó una mejora para su marco de metas de inflación.

16. Los Límites de los Intervalos de las Metas Pueden Adquirir Vida Propia.

Una vez definido el intervalo de la meta, los políticos, los mercados financieros

¹⁴Las desviaciones respecto a los intervalos de inflación en los países con metas de inflación han sido raras en años recientes. Por ello, puede argumentarse que se ha exagerado el problema del control en el caso de intervalos estrechos. Sin embargo, es importante reconocer que los países industrializados han sido demasiado afortunados en años recientes con perturbaciones de oferta favorables y perturbaciones de demanda en tiempos propicios. Ese hecho les ha permitido mantener a la inflación en niveles cercanos a las metas. Aunque mi madre siempre me dijo que “tener suerte es mejor que ser bueno”, es peligroso depender permanentemente de la buena suerte. Los intervalos estrechos para las metas de inflación podrían volver por sus fueros en los años venideros.

y el público en general a menudo tienden a centrar su atención en si la inflación está dentro o fuera de los límites del intervalo, en lugar de fijarse en su punto medio. En el caso de Nueva Zelanda, dada la estrechez inicial del intervalo, concentrarse en evitar pequeñas violaciones de los límites, ayudó a generar inestabilidad de los instrumentos con fluctuaciones excesivas de éstos. El problema opuesto ocurrió en el Reino Unido en 1995, cuando la inflación excedió el punto medio objetivo por más de un punto porcentual, pero sin romper el techo. Ello le dio al Ministro de Hacienda la oportunidad de desechar la recomendación del Banco de Inglaterra en cuanto a restringir la política monetaria. El problema de un enfoque que pone énfasis excesivo en los límites del intervalo es que puede llevar al banco central a concentrarse demasiado en mantener la inflación justo dentro de las bandas en lugar de tratar de acertar en su punto medio. No existe ninguna función objetivo razonable para las autoridades que pudiera justificar este tipo de comportamiento.

Las desventajas de un intervalo objetivo –poner demasiado énfasis en los límites y la tendencia del intervalo a ser demasiado estrecho – sugieren que una meta puntual para la inflación sería preferible. Sin embargo, para que una meta puntual sea congruente con la flexibilidad requerida por la política monetaria, el banco central necesita concientizar al público en general sobre dos cosas: la incertidumbre inherente al proceso inflacionario y la limitada capacidad del banco central para acertar la meta con exactitud. Esto es precisamente lo que el Banco de Inglaterra ha intentado en su *Informe de Inflación* en el que viene utilizando exitosamente sus gráficas “abanico” (fan charts). En estas últimas se muestran los intervalos de confianza alrededor de los pronósticos de inflación con diferentes sombreados. La ley establece que el Banco de Inglaterra deberá explicar al Parlamento cuando la inflación sea de más de un punto porcentual por arriba o por debajo de la meta. No obstante, este requerimiento es substancialmente diferente al de la fijación de un intervalo. Ello, en la medida que consigue que la atención se enfoque adecuadamente al punto exacto de la meta en lugar de los límites del intervalo.

17. Establecer Metas para los Precios de los Activos o para el Tipo de Cambio Empeora el Desempeño. Como lo indican los casos de estudio, los bancos centrales obviamente se preocupan por el valor de su moneda nacional. Las variaciones del tipo de cambio pueden tener un impacto importante sobre la inflación, particularmente en economías pequeñas y abiertas. Por ejemplo, la depreciación del tipo de cambio lleva a un incremento de la inflación como resultado del traslado de precios más altos para las importaciones y de una mayor demanda de exportaciones. Además, el público y los políticos le prestan mucha atención al tipo de cambio y ello presiona al banco central a alterar la política monetaria. Una apreciación de la moneda nacional puede hacer que las empresas locales dejen de ser competitivas. Por contra, una depreciación es a menudo percibida como un fracaso del banco central. Recientemente este ha sido el caso del Banco Central Europeo (BCE), que ha sido acusado, en mi opinión injustamente, por la pérdida de valor del euro.

En las economías emergentes, correctamente se pone un mayor énfasis en los movimientos del tipo de cambio. Una apreciación real no sólo puede hacer a la industria nacional menos competitiva, sino ocasionar grandes déficit en la cuenta corriente que son susceptibles de hacer al país más vulnerable a sufrir crisis cambiarias si las entradas de capital se convierten en salidas. Las devaluaciones en las economías emergentes son particularmente peligrosas pues pueden provocar una crisis financiera como se sugiere en Mishkin (1996, 1999c). En esos países buena parte de la deuda se encuentra denominada en moneda extranjera. Así, cuando la moneda se deprecia, se incrementa la carga de la deuda de las empresas nacionales. Toda vez que los activos están por lo general denominados en moneda nacional, el movimiento cambiario no incrementa su valor y ello resulta en una declinación del valor neto de éstos. Por tanto, el deterioro de los balances generales agrava los problemas de selección adversa y de riesgo moral, lo cual lleva a inestabilidad financiera y a una contracción severa de la inversión y de la actividad económica. Este mecanismo explica porqué la crisis cambiaria que se sufrió en México en 1994 – 95 y en el Este de Asia en 1997 llevó a esos países a una crisis financiera con efectos devastadores sobre sus economías.

El hecho de que las fluctuaciones cambiarias constituyan una seria preocupación en tantos países incrementa el peligro de que la política monetaria, aún bajo un régimen de metas de inflación se enfoque en demasía a limitar los movimientos cambiarios. El primer problema de un rumbo de acción semejante es que se corre el riesgo de que el tipo de cambio se transforme en un ancla nominal que tenga prioridad sobre la meta de inflación. Aunque esto no ha sido una dificultad para los países industrializados mencionados aquí, sí lo ha sido para Israel. Como parte de su régimen de metas de inflación, Israel había establecido una meta intermedia para una banda cambiaria con un deslizamiento fijo, cuya tasa de variación se determinaba con vistas al futuro ya que se derivaba de la meta de inflación para el año siguiente. No obstante que a lo largo del tiempo el Banco de Israel le fue restando importancia a la meta de tipo de cambio en comparación con la meta de inflación, dicho compromiso entorpeció los esfuerzos del Banco por ganar apoyo para la desinflación y para el esquema de metas de inflación (por ejemplo, ver Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen, 1999).

Un segundo problema es que cuando se pone excesiva atención en el tipo de cambio, puede inducirse una respuesta de política equivocada si el país se enfrenta a perturbaciones reales. Esto es lo que sugiere la experiencia de Nueva Zelanda cuando en 1997 aplicó una política monetaria demasiado restrictiva ante perturbaciones adversas sobre los términos de intercambio.¹⁵ La respuesta correcta a una modificación del tipo de cambio claramente depende de la naturaleza de las perturbaciones que produzcan el movimiento cambiario. Si una depreciación del tipo de cambio obedece a una perturbación relacionada a ajustes de cartera, entonces la respuesta correcta sería una restricción de la política monetaria. Sin embargo, si la depreciación es causada por una perturbación adversa en los términos de intercambio, entonces la respuesta apropiada sería una política más laxa.

El punto anterior sugiere, por tanto, que la determinación de metas para el tipo de cambio probablemente interfiere con el buen desempeño de la política

¹⁵ El Banco Central de Chile también cometió un error de política similar en 1998. Ello, debido al enfoque que había adoptado relativo a la limitación de los movimientos del tipo de cambio (ver Mishkin y Sevastano, 2000).

monetaria. Asimismo, esta conclusión se aplica también a la fijación de metas para los precios de otros activos. Claramente, la determinación de los instrumentos de la política monetaria elegibles para ser usados con un esquema de metas de inflación requiere tomar en cuenta a los movimientos del tipo de cambio y de los precios de otros activos. Las variaciones del tipo de cambio y de los precios de otros activos –como las acciones ordinarias– tienen efectos importantes sobre la demanda agregada y sobre la inflación, y son mecanismos de transmisión importantes de la política monetaria. No obstante, la respuesta a las fluctuaciones del tipo de cambio y de los precios de otros activos no puede ser mecánica. Esta respuesta debe sujetarse a la naturaleza de las perturbaciones que afectan a los precios de los activos. Así, la política monetaria óptima reaccionará de diferentes maneras.

El argumento anterior y la experiencia negativa tenida en Nueva Zelanda sugieren que los ICM probablemente no son un concepto útil para guiar a la política monetaria. Los ICM proporcionan información sobre la postura específica de la política monetaria sólo para el tipo representativo de perturbaciones que afectaron al tipo de cambio durante el periodo en que los ICM fueron construidos. Si la naturaleza de la perturbación cambia en el tiempo, entonces los ICM serían un indicador erróneo. Por ejemplo, Freedman (2000) sugiere que las ponderaciones para los ICM en Canadá fueron estimadas durante un lapso en el que las perturbaciones de ajuste de cartera dominaban los movimientos del tipo de cambio. En años recientes, son las perturbaciones de índole real las que dominan los movimientos del tipo de cambio de Canadá y, consecuentemente, las ponderaciones en los ICM de ese país ahora parecen inapropiadas. Los bancos centrales disponen de mucha información para poder identificar la naturaleza de las perturbaciones que están afectando al tipo de cambio. Al recurrir a esta información, un banco central puede hacer una mejor evaluación, caso por caso, de cómo los movimientos del tipo de cambio van a afectar a la demanda agregada y a la inflación. Con ello, seguramente se fortalecerá su capacidad para acertar en la meta de inflación y evitar desplomes de la actividad económica.

4. Conclusiones

En este artículo se analizan las estrategias de política monetaria que utilizan ya sea metas monetarias o metas de inflación de acuerdo con la experiencia de un número importante de países industrializados. La experiencia con metas monetarias sugiere que aunque fueron exitosas para controlar la inflación en Suiza y especialmente en Alemania, las condiciones especiales en esos dos países que las hicieron funcionar razonablemente bien no parecen satisfacerse en otras partes. Por tanto, el esquema de metas de inflación debe conducir a un mejor desempeño de la economía en los países que eligen conservar una política monetaria nacional independiente. Sin embargo, para que la fórmula de metas de inflación sea exitosa, es necesario aprender las lecciones que se desprenden de la experiencia pasada. Ojalá que las lecciones de los países industrializados descritas en este trabajo puedan ayudar a guiar a los bancos centrales a encontrar un mejor diseño para sus estrategias de política monetaria.

Referencias

- Akerlof, George, William Dickens, y George Perry (1996). "The Macroeconomics of Low Inflation." *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1: 1-59.
- Almeida, Alvaro, y Charles A. E. Goodhart (1998). "Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?" Documento Inédito, London School of Economics, Enero.
- Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic S. y Adam S. Posen 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press: Princeton.
- Bernanke, Ben S., y Ilian Mihov (1997). "What Does the Bundesbank Target?" *European Economic Review* 41, no. 6 (Junio): 1025-53.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Adam S. Posen y Frederic S. Mishkin (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton University Press: Princeton, N.J.)

Bernanke, Ben S., y Frederic S. Mishkin (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives* 11, no. 2 (spring): 97-116.

Bernanke, Ben S., y Frederic S. Mishkin (1992). "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries," en Olivier Blanchard y Stanley Fischer, eds., *NBER Macroeconomics Annual*, 1992, 183-238. Cambridge: MIT Press.

Brash, Donald T (2000). "Inflation Targeting in New Zealand, 1988-2000," Conferencia en Trans-Tasman Business Cycle, Melbourne, February 9.

Clarke, Kenneth (1995). *Mansion House Speech to the City*, Junio 14. Extractos del Financial Times, June 15: 10.

Fraser, Bernie (1994). "The Art of Monetary Policy," Reserve Bank of Australia Bulletin, October: 17-25.

Clarida, Richard, y Mark Gertler (1997). "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy," en Christina D. Romer y David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, 363-406. Chicago: University of Chicago Press.

Debelle, Guy y Stanley Fischer (1994). "How Independent Should a Central Bank Be?" en Jeffrey C. Fuhrer, ed., *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers* (Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 38: Boston): 195-221.

Drew, Aaron y Adrian Orr (1999). "The Reserve Bank's Role in the Recent Business Cycle: Actions and Evolution," *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 62, No. 1.

Estrella, A. y F.S. Mishkin (1997). "Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, 40:2, (October): 279-304.

Fischer, Stanley (1994). "Modern Central Banking," en Forrest Capie, Charles A. E. Goodhart, Stanley Fischer, y Norbert Schnadt, *The Future of Central*

Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, 262-308. Cambridge: Cambridge University Press.

Friedman, Benjamin M., y Kenneth Kuttner (1996). "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets." *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1: 77-125.

Groshen, Erica L., y Mark E. Schweitzer (1996). "The Effects of Inflation on Wage Adjustments in Firm-Level Data: Grease or Sand?," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 9.

Haldane, Andrew G., ed. 1995. *Targeting Inflation*. London: Bank of England.

Haldane, Andrew G. y Salmon, Christopher K. 1995. "Three Issues in Inflation Targets," en Andrew G. Haldane, ed., *Targeting Inflation*, Bank of England, London: 170-201.

Issing, Otmar. 1996. "Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate?," en Horst Siebert, ed., *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, Tübingen: Mohr.

Issing, Otmar (2000). "The ECB's Monetary Policy: Experience After the First Year," *Journal of Policy Modeling*, Vol 22, No. 3:325-43.

King, Mervyn (1996). "How Should Central Banks Reduce Inflation?- Conceptual Issues," en *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, MO: 53-91.

Leiderman, Leonardo, y Lars E. O. Svensson (1995). *Inflation Targeting*. London: Centre for Economic Policy Research.

Laubach, Thomas y Adam S. Posen (1997). "Some Comparative Evidence on the Effectiveness of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of New York Working Paper #97-14* (May).

Macfarlane, Ian J (1999). "Statement to Parliamentary Committee," en *Reserve Bank of Australia Bulletin*, January: 16-20.

McCallum, Bennett T. (1996). "Inflation Targeting in Canada, New Zealand,

Sweden, the United Kingdom, and in General." *NBER Working Paper* No. 5579, May.

Meulendyke, Anne-Marie (1990). "A Review of Federal Reserve Policy Targets and Operating Guides in Recent Decades," en *Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey*, (Federal Reserve Bank of New York, New York).

Mishkin, Frederic S (1991). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective." In Glenn R. Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, 69-108. Chicago: University of Chicago Press.

Mishkin, Frederic S (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," en Michael Bruno y Boris Pleskovic, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996* (World Bank: Washington D.C. 1996): 29-62.

Mishkin, Frederic S. (1997). "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers." en *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, 55-96. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Mishkin, Frederic S. (1999a). "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, #3: 579-606.

Mishkin, Frederic S. (1999b). "Central Banking in a Democratic Society: Implications for Transition Countries," en Mario Blejer y Marko Skreb, eds. *Central Banking, Monetary Policy and the Implications for Transition Economies*, Kluwer Academic Publishers, Boston: 31-53.

Mishkin, Frederic S. (1999c). "Lessons from the Asian Crisis," *Journal of International Money and Finance*, 18, 4: 709-723.

Mishkin, Frederic S. (2001). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6th Edition, (Addison-Wesley-Longman, Reading, Mass.)

Mishkin, Frederic S. y Adam Posen (1997). "Inflation Targeting: Lessons

from Four Countries," Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, 3 (Agosto): 9-110.

Mishkin, Frederic S. y Miguel A. Savastano (2000), "Monetary Policy Strategies for Latin America," *National Bureau of Economic Research Working Paper* No. 7617, March.

Morande, Felipe, y Klaus Schmidt-Hebbel (1997). "Inflation Targets and Indexation in Chile," *Documento Inédito*, Banco Central de Chile, Agosto.

Neumann, Manfred J.M., y Jurgen von Hagen (1993). "Germany," en M. Fratianni y D. Salvatore, eds., *Handbook of Monetary Policy in Industrialized Countries*. Westport, Conn.: Greenwood.

Reserve Bank of New Zealand, (2000). *Monetary Policy Statement*, March 2000, Reserve Bank of New Zealand, Wellington, New Zealand.

Rich, Georg (1997). "Monetary Targets as a Policy Rule: Lessons from the Swiss Experience." *Journal of Monetary Economics* 39, no. 1 (June): 113-41.

Sherwin, Murray (1999). "Inflation Targeting: 10 Years On," *Discurso en la Conferencia de la Asociación de Economistas de Nueva Zelanda*, Rotorua, New Zealand, July 1.

Stevens, Glenn R. (1999). "Six Years of Inflation Targeting," *Reserve Bank of Australia Bulletin*, May: 46-61.

Stevens, Glenn y Guy Debelle (1995). "Monetary Policy Goals for Inflation in Australia," en Andrew G. Haldane, ed., *Targeting Inflation* (Bank of England, London): 81-100.

Svensson, Lars E.O. (1997). "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review*, 41: 1111-1146.

Thiessen, Gordon (1996). "Towards a More Transparent and More Credible Monetary Policy," *Comentarios en la Ecole des Haute Etudes Comerciales*.

Von Hagen, Jürgen (1995). "Inflation and Monetary Targeting in Germany," en Leonardo Leiderman y Lars E. O. Svensson, eds., *Inflation Targets*, 107-21. London: Centre for Economic Policy Research.

