

METAS DE INFLACIÓN COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Calixto Mateos Hanel

y

Moisés J. Schwartz Rosenthal

Mayo de 1997

Documento de Investigación No. 9702

Dirección General de Investigación Económica

BANCO DE MÉXICO

(Se agradecen los comentarios de Agustín Carstens y del grupo de investigadores económicos del Banco de México. Se reconoce especialmente la ayuda en la elaboración de este trabajo de Magali León y Eduardo Acuña. Las opiniones contenidas en el documento corresponden exclusivamente a los autores y no representan el punto de vista del Banco de México.)

METAS DE INFLACIÓN COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Calixto Mateos Hanel

y

Moisés J. Schwartz Rosenthal

Mayo de 1997

Documento de Investigación No. 9702

RESUMEN

En fechas recientes un número creciente de países ha establecido metas inflacionarias como instrumento de política monetaria. En este documento se analiza la experiencia con metas inflacionarias de algunos de estos países y se derivan lecciones sobre los principales elementos que deben considerarse para la adecuada instrumentación de este esquema. Asimismo, se hace un repaso del marco conceptual necesario para el diseño de la política monetaria. En particular, se hace la distinción entre metas y objetivos intermedios y se analizan sus principales características. El establecimiento de metas inflacionarias se presenta como una alternativa para la consolidación de la credibilidad en las políticas del banco central y de su objetivo de abatir el ritmo inflacionario.

Contenido

*

I. Introducción

II. Antecedentes Teóricos

II.1 La Estabilidad de Precios como Objetivo Prioritario del Banco Central

II.2 Credibilidad y Transparencia de la Política Monetaria: Mecanismo Formal de su Instrumentación

II.3 Uso de Objetivos Intermedios

II.4 ¿Objetivos Rígidos o Flexibilidad para la Autoridad Monetaria?

II.5 Características de las Diferentes Anclas Nominales

II.6 Agregados Monetarios

II.7 Tipo de Cambio

II.8 Uso de Objetivos Directos: Metas de Inflación

III. Experiencia Internacional con Metas de Inflación

III.1 Nueva Zelanda

III.2 Canadá

III.3 Inglaterra

III.4 Finlandia

III.5 Suecia

III.6 España

III.7 Cuadro Resumen de la Experiencia Internacional con Metas Inflacionarias

IV. Elementos a Considerar en el Establecimiento de Metas Inflacionarias

IV.1 Instrumentación de la Política Monetaria (Función de Reacción)

IV.2 Coexistencia con Objetivos Cuantitativos de Agregados Monetarios

IV.3 Autoridad que Realiza el Anuncio

IV.4 Índice de Precios

IV.5 Intervalos o Puntos Fijos

IV.6 Horizonte y Velocidad de Desinflación

IV.7 Revisiones y Exclusiones de la Meta

IV.8 Coordinación de Políticas

IV.9 Campaña de Información Amplia y Oportuna

V. Conclusiones

Referencias

METAS DE INFLACIÓN COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

I

Introducción

En fechas recientes un número creciente de países le ha otorgado autonomía a sus bancos centrales, asignándoles el mandato prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de su moneda nacional. Este hecho demuestra que las autoridades de estos países han reconocido y aceptado que es mediante la procuración de la estabilidad de precios, como la política monetaria puede hacer su mejor contribución al desarrollo económico.

No obstante lo anterior, existe un número de factores ajenos al control del banco central que inciden sobre el comportamiento de los precios, y que al fin y al cabo pueden dificultar la consecución de la estabilidad de precios. Entre estos factores cabe mencionar los resultados de las negociaciones salariales, el comportamiento de las finanzas públicas y los choques de oferta, entre otros. Más aún, factores de carácter subjetivo, tales como las expectativas de los agentes económicos, también pueden tener un impacto directo sobre el crecimiento de los precios.

Ante la circunstancia descrita, los bancos centrales enfrentan el reto de propiciar la estabilidad de precios y adquirir una reputación de autoridades monetarias comprometidas con la lucha contra la inflación, en un entorno en el que factores fuera de su control pueden provocar tasas de inflación por encima de las inicialmente anunciadas. En este escenario, la transparencia en la instrumentación de la política monetaria resulta crucial para el adecuado entendimiento de su operación por el público y, por ende, para que el banco central vaya adquiriendo la confianza de los agentes económicos.

La transparencia de la política monetaria se puede lograr, entre otras vías, estableciendo un mecanismo formal para su instrumentación, que le permita a los agentes económicos evaluar el desempeño de la autoridad en cuanto a sus esfuerzos para conseguir la estabilidad de precios. Como parte esencial del mecanismo referido, algunos bancos centrales han definido objetivos o metas que se comprometen a cumplir. Existen dos opciones fundamentales sobre el tipo de metas sujetas a ser utilizadas: metas directas sobre el nivel de precios, u objetivos intermedios definidos ya sea sobre algún agregado monetario, el tipo de cambio o tasas de interés, que guarden una relación estrecha con el crecimiento de los precios.

Tradicionalmente, en la mayoría de los países se han utilizado con mayor frecuencia los objetivos intermedios. Sin embargo, los bancos centrales de un número importante de países han adoptado recientemente metas explícitas sobre la inflación. Esta práctica cada vez más socorrida se atribuye a la inconformidad de dichos bancos centrales con la utilización de agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria, junto con la inflexibilidad que puede implicar el establecimiento de otros objetivos intermedios, como la fijación del tipo de cambio. Es decir, algunas autoridades monetarias han considerado preferible abandonar las reglas rígidas e inamovibles de los objetivos intermedios y contar con la flexibilidad necesaria para determinar y, en su caso, adoptar con agilidad las medidas más idóneas para abordar los problemas derivados de un entorno económico cambiante. De esta manera, la propia experiencia ha llevado a las autoridades monetarias de algunos países a definir metas explícitas sobre la inflación para periodos determinados, quedando a su discreción la elección del método más apropiado para la consecución de las citadas metas.

El objetivo de este documento es analizar la utilización de metas de inflación como instrumento de política monetaria. Asimismo, se busca determinar si la adopción de metas inflacionarias explícitas trae consigo una mayor transparencia del objetivo y de la instrumentación de la política monetaria en relación con los objetivos intermedios tradicionales.

El documento se organiza de la siguiente manera: en la segunda sección se presenta una revisión de la literatura sobre la conveniencia de que la estabilidad de precios sea considerada como el objetivo prioritario del banco central, y de la necesidad de que la autoridad monetaria cuente con instrumentos de política que favorezcan la transparencia de sus acciones. En dicha sección se hace un repaso del marco conceptual necesario para el diseño de la política monetaria; en particular, se hace la distinción entre metas y objetivos intermedios. También se analizan las principales características de los distintos tipos de objetivos intermedios. El establecimiento de metas inflacionarias se presenta como una alternativa para la consolidación de la credibilidad en las políticas del banco central y de su objetivo de procurar la estabilidad de precios.

En la tercera sección se revisa la experiencia de algunos países que han utilizado metas inflacionarias, para así derivar lecciones sobre los principales elementos que deben tomarse en cuenta en la especificación de esas metas. La cuarta sección se enfoca a describir en detalle los aspectos técnicos para la instrumentación práctica de las metas inflacionarias. En específico, se abordan consideraciones tales como la posible coexistencia de objetivos inflacionarios con metas cuantitativas sobre agregados monetarios, el índice de precios más idóneo para la definición de las metas y la conveniencia de establecer metas de inflación puntuales o de intervalo, entre otros. La última sección presenta algunos comentarios finales.

II. Antecedentes Teóricos

II.1 La Estabilidad de Precios como Objetivo Prioritario del Banco Central

Gran parte de los costos en bienestar que causa la inflación se originan por la incertidumbre que ésta produce. Aun en el caso en que la inflación fuera perfectamente anticipada por los agentes económicos, ésta generaría costos en bienestar, tales como los asociados al ajuste continuo de los precios de los bienes y servicios, al aumento de los costos de transacción en operaciones financieras y comerciales, y al incremento del costo de mantener dinero, entre

otros. Cuando la inflación no puede ser anticipada por los agentes económicos, aparecen costos más importantes a los señalados, entre los que destacan aquéllos de naturaleza microeconómica que se reflejan en la inadecuada asignación de los recursos productivos tanto entre sus distintos usos como en el tiempo, a los efectos distributivos que la inflación trae consigo y los inconvenientes en los que los agentes económicos incurren al intentar anticiparse y protegerse de la inflación. (Fischer (1993), Pindyck y Solimano (1993), Bruno y Easterly (1994)).

El entendimiento de los costos de la inflación y del alcance de la política monetaria ha llevado a concluir, tanto a académicos como a autoridades financieras, que asignarle como objetivo prioritario a la citada política la procuración de la estabilidad del nivel de precios, no sólo genera un entorno económico más estable, sino que representa la mayor contribución que la autoridad monetaria puede hacer al desarrollo económico de un país. (Alesina (1988), Alesina y Summers (1993), Grilli, Masciandro y Tabellini (1991) y Cukierman, Webb y Neyapti (1992))

La conveniencia de contar con bancos centrales autónomos que tengan como su objetivo fundamental la procuración de la estabilidad de precios, se sustenta en dos hechos estilizados: a) la curva de Phillips de largo plazo es vertical, lo cual implica que en ese plazo la inflación no tiene un efecto permanente sobre la producción real (En países con historiales inflacionarios desfavorables, aun en el corto plazo la inflación no tiene impacto positivo alguno sobre la producción y el empleo), y b) los gobiernos tienen incentivos para generar sorpresas inflacionarias, aun sabiendo que en el largo plazo el efecto sobre la producción y el empleo será nulo. La posibilidad de que el gobierno pueda generar una sorpresa inflacionaria, hace que los agentes económicos anticipen una mayor inflación, lo cual por sí mismo propicia un mayor crecimiento del nivel de precios. Es decir, el que el gobierno no cuente con una fórmula que le permita comprometerse en forma creíble con una política que conduzca efectivamente a una baja de la inflación, alienta las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, generándose así un problema de inconsistencia intertemporal (Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983) por ejemplo).

Rogoff (1985) propone resolver el problema de la incongruencia en el tiempo de las políticas gubernamentales formalizando el compromiso de la autoridad para instrumentar políticas orientadas al abatimiento de la inflación. Por ejemplo, una manera de lograr dicha formalización sería mediante la elección de un gobernador del banco central sumamente conservador, cuyo único objetivo fuere la procuración de la estabilidad de precios. La instauración de una figura de esta naturaleza se asemeja al concepto de otorgarle autonomía al banco central, de tal forma que esta entidad pueda representar el compromiso formal del gobierno de no generar sorpresas inflacionarias en el futuro. Dicho de otra manera, la autonomía del banco central se convierte en el instrumento que representa el compromiso formal y creíble por parte del gobierno para la consecución de la estabilidad de precios. (Grilli et al. (1991), Cukierman (1992) y Dornbusch y Fischer (1993)).

II.2 Credibilidad y Transparencia de la Política Monetaria: Mecanismo Formal de su Instrumentación

Como se mencionó con anterioridad, la inflación puede responder a factores de carácter subjetivo, tales como las expectativas de los agentes económicos. Por ejemplo, si los trabajadores aceptan menores incrementos salariales por virtud de expectativas de menor inflación, los precios pueden desacelerar su ritmo de crecimiento. Mientras los agentes económicos resulten exitosos en sus pronósticos de inflación, los costos en bienestar de una política anti-inflacionaria serán menores, e incluso puede darse el caso de que éstos no se produzcan.

De lo anterior se desprende que un elemento crucial para propiciar la disminución de la inflación, sin que dicha medida implique costos en bienestar, es que el público se encuentre convencido del compromiso de la autoridad monetaria con una política anti-inflacionaria. Es decir, se requiere que la lucha contra la inflación por parte del banco central sea creíble.

Algunos autores han argumentado que la credibilidad de la política monetaria sólo podrá darse cuando ésta demuestre, mediante hechos, que puede ser efectiva en su cometido de abatir la inflación. (Taylor (1982)). Otros autores han enfatizado el hecho de que los anuncios de política monetaria sólo serán creíbles si el contexto en el que se dan resulta congruente con la estabilidad de precios. Rodrik (1989), por ejemplo, argumenta que un anuncio sincero sobre política monetaria hecho por una autoridad monetaria competente y seria, puede resultar poco creíble en un entorno de altos déficit fiscales o en uno caracterizado por contingencias que pudieran requerir el apoyo de un prestamista de última instancia. Asimismo, la credibilidad de la autoridad monetaria puede verse afectada si el público desconoce la función objetivo del gobierno en cuanto a si éste verdaderamente se encuentra comprometido con la lucha contra la inflación (Backus y Driffill, 1985), si los agentes económicos tienen incertidumbre sobre el objetivo del banco central (Canzoneri, 1985), o si no existe certeza sobre la permanencia del gobernador del instituto emisor en su puesto (Ball, 1992).

Por tanto, para tener políticas anti-inflacionarias exitosas, las autoridades monetarias deben lograr afectar las expectativas de los agentes económicos, por lo que gozar de credibilidad resulta esencial. Una manera en que el banco central puede reforzar dicha credibilidad es especificando claramente sus metas y la forma en que se propone alcanzarlas.

II.3 Uso de Objetivos Intermedios

Un ancla nominal puede definirse como aquel instrumento de política que permite orientar y guiar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. La adecuada orientación de las expectativas inflacionarias disminuye en parte los efectos perversos de la incertidumbre inflacionaria. Más aún, un ancla nominal efectiva propicia la congruencia entre las expectativas inflacionarias del público con la inflación observada.

El marco conceptual para el diseño de la política monetaria distingue entre metas finales y objetivos intermedios. Las metas finales de la política monetaria corresponden a los objetivos de largo plazo de la autoridad monetaria. La elección más común de este tipo de metas es la estabilidad de precios. Sin embargo, cabe señalar que la política monetaria actúa con rezagos sobre el nivel de precios, y en ocasiones, la influencia de las acciones del banco central sobre los precios no son del todo predecibles. Ante esta circunstancia, las autoridades monetarias deben basar sus

decisiones en la evolución de diferentes variables que guarden una relación estrecha con el nivel de precios en el largo plazo. Precisamente en términos de dichas variables se puede establecer lo que se denominan objetivos intermedios.

Los objetivos intermedios, a la vez de estar correlacionados con la meta final, se establecen sobre variables que resultan más fáciles de ser afectadas por la autoridad monetaria, por lo que los objetivos intermedios pueden considerarse como metas de corto plazo. Las probabilidades de consecución de estas metas permite orientar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, por lo que los objetivos intermedios pueden convertirse en el ancla nominal de la economía.

A lo largo del tiempo las autoridades de los distintos países han utilizado diferentes tipos de objetivos intermedios, los cuales han resultado ser (aunque no en todos los casos) anclas nominales efectivas. Entre los objetivos intermedios más socorridos destacan el tipo de cambio y las tasas de interés (mediante su fijación o predeterminación) y el establecimiento de límites al crecimiento de algún agregado monetario.

La elección del objetivo intermedio ofrece distintos grados de control y visibilidad de las acciones del banco central. Si se determina una meta intermedia sobre el tipo de cambio, por ejemplo, se obtiene un alto grado de control y visibilidad, siempre y cuando la autoridad cuente con un monto holgado de reservas internacionales. De no ser este el caso, el tipo de cambio, como variable ancla, será sumamente vulnerable. Por otra parte, las metas monetarias se han considerado más adecuadas cuando las perturbaciones que afectan a la economía provienen primordialmente de la demanda agregada. En estos casos, la evolución de los agregados monetarios se encuentra más relacionada con aquélla de los precios, por lo que, supuestamente, al controlar las desviaciones de los agregados de su meta, se logran controlar las desviaciones de los precios con respecto a su objetivo final.

II.4 ¿Objetivos Rígidos o Flexibilidad para la Autoridad Monetaria?

Durante la década de los años setenta y parte de los ochentas, el diseño de la política monetaria en un número importante de países industrializados se caracterizó por el establecimiento de objetivos intermedios en forma de tasas de crecimiento de algún agregado monetario. Sin embargo, en los años posteriores, los procesos de innovación financiera, la desregulación de los sistemas financieros y la cada vez mayor globalización de los mercados internacionales de capitales, modificaron de manera importante el contexto bajo el cual se instrumenta la política monetaria.

Los tratadistas de banca central han alcanzado el consenso de que, para la mayoría de los países desarrollados, el seguimiento estricto de objetivos intermedios definidos sobre la evolución de agregados monetarios resulta insuficiente como guía exclusiva de la política monetaria. Más aún, la utilización de reglas monetarias automáticas ha resultado incapaz para hacer frente al siempre cambiante contexto financiero internacional. Por esto último, los bancos centrales aludidos han tendido que adoptar políticas que les permitan contar con la discrecionalidad necesaria para actuar oportunamente ante los nuevos retos del entorno financiero.

La discrecionalidad señalada implica que las autoridades monetarias necesitan contar con la suficiente flexibilidad para reaccionar oportunamente ante la cambiante situación de los mercados financieros, y propiciar así la consecución de su objetivo primordial de estabilidad de precios. Esta definición de discrecionalidad en la instrumentación de la política monetaria no tiene nada que ver con el entendimiento que se tenía en el pasado sobre este concepto, en el que discrecionalidad se asociaba con la facultad de generar sorpresas inflacionarias por parte de las autoridades con el objeto de tomar ventaja de la relación inversa que en el corto plazo pudiera existir entre la inflación y el desempleo.

Con base en lo anterior, un número importante de países ha venido introduciendo modificaciones en sus estrategias de instrumentación de la política monetaria. Dichas modificaciones reflejan un menor protagonismo de las reglas inamovibles sobre la evolución de los agregados monetarios y hacen un mayor énfasis en el análisis de un conjunto de variables que les permita a los bancos centrales reaccionar oportunamente y propiciar así la consecución de su objetivo prioritario de estabilidad de precios.

II.5 Características de las Diferentes Anclas Nominales

Para que una variable o política desempeñe satisfactoriamente el papel de ancla nominal y, por consiguiente, logre afectar las expectativas de los agentes económicos, requiere cumplir con las siguientes propiedades: a) que el banco central pueda ejercer cierto control o influencia sobre ella; b) que la variable o política en cuestión guarde una relación estrecha y predecible con la meta final y, c) que el público en general pueda observar el desempeño del banco central en su cometido de controlar la variable referida.

Cada una de las distintas anclas nominales que han sido utilizadas por los diferentes países cumple en mayor o en menor grado con las propiedades señaladas. A continuación se presentan las principales características de las anclas nominales que se utilizan con mayor frecuencia (objetivos sobre el crecimiento de agregados monetarios, tipo de cambio y metas de inflación).

II.6 Agregados Monetarios

Las reglas rígidas que se emplearon con mayor frecuencia en el pasado en los países industrializados, se definieron en términos de tasas de crecimiento de algunos agregados monetarios, ya fuesen el llamado medio circulante u otros.

La utilización de la tasa de crecimiento de algún agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria se debió a que en un principio, la evolución del agregado monetario elegido guardaba una estrecha relación con la inflación. Esta estrategia les proporcionaba a los bancos centrales una metodología simple y

transparente para la instrumentación de la política monetaria, limitaba la discreción de la autoridad para expandir el crédito, a la vez que influenciaba en forma directa las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. No obstante, la desregulación y la innovación financiera ocurrida en la segunda mitad de los años ochenta propició una relación menos estable entre la evolución de los agregados monetarios y el nivel de precios. Más aún, la interpretación de los agregados monetarios en esos países se ha vuelto cada vez más compleja, a la vez que el control de su evolución por parte de los bancos centrales ha disminuido de manera importante durante los últimos años.

La creciente decepción con la utilización de los agregados monetarios como objetivos intermedios de la política monetaria propició que algunos países los abandonaran en forma definitiva. Sin embargo, cabe señalar que aquellos países que han continuado estableciendo límites al crecimiento de algún agregado monetario (Alemania por ejemplo), han seguido un enfoque más práctico, en el que la instrumentación de la política monetaria en la actualidad descansa en el análisis de diversas variables. En este escenario, las desviaciones de las tasas de crecimiento del agregado monetario de su objetivo son estudiadas con cautela, mas no son consideradas una indicación inequívoca de un abandono por parte del banco central de su esfuerzo para abatir la inflación, y tampoco son invariablemente interpretadas como una señal de relajamiento de la política monetaria.

II.7 Tipo de Cambio

La utilización del tipo de cambio como ancla nominal ha sido extensa. La fijación o predeterminación del tipo de cambio ofrece diversas ventajas para ser utilizado como ancla nominal. Entre estas ventajas destacan que esta variable guarda una estrecha relación con la evolución de los precios y que es una variable de fácil seguimiento por parte del público en general. Por su parte, el establecimiento de un régimen cambiario de flexibilidad limitada tal como lo sería una banda cambiaria, también ha funcionado satisfactoriamente como ancla en un número importante de países (los países europeos y algunos de los llamados países emergentes), al establecer un nivel máximo permisible para el tipo de cambio. El límite superior de una banda cambiaria, en caso de que sea creíble, orienta y acota las expectativas inflacionarias del público, así como los niveles de las tasas de interés.

El establecimiento de un consejo monetario o la sustitución de la moneda doméstica por una moneda del exterior podrían considerarse como las versiones más estrictas de la utilización del tipo de cambio como ancla nominal. Versiones menos estrictas, pero posiblemente más vulnerables, serían la fijación tradicional de la paridad de la moneda frente a otra, el desliz predeterminado o el establecimiento de una banda cambiaria. La experiencia del mecanismo de paridades cambiarias europeo y la de algunos otros países que han adoptado mecanismos de predeterminación de la cotización de la moneda nacional, muestra lo vulnerable que puede resultar la fijación o predeterminación del tipo de cambio y la confusión que puede generar su abandono como ancla nominal.

Algunos autores han cuestionado seriamente la efectividad del tipo de cambio como ancla nominal. Esta crítica proviene del argumento de que si bien durante las primeras etapas de un proceso de estabilización económica la fijación del tipo de cambio permite desacelerar rápidamente el crecimiento de los precios, posteriormente dicha fijación puede derivar en la apreciación real de la moneda nacional y en la aparición de cuantiosos déficit en cuenta corriente, que a su vez desencadenen un abrupto abandono de la política de fijación cambiaria y por ende, de la utilización del tipo de cambio como ancla nominal.

El abandono no anticipado del tipo de cambio como ancla nominal provoca incertidumbre y confusión entre los agentes económicos. Dicha incertidumbre prevalece hasta que la economía encuentre una nueva ancla, la cual puede quedar representada por un nuevo nivel del tipo de cambio, por la política monetaria, o por alguna otra variable o política.

La prolongación del periodo de incertidumbre durante el cual la economía logre sustituir adecuadamente el ancla dependerá de la comprensión que los agentes económicos tengan de la nueva ancla, así como de la credibilidad existente en la intención y el compromiso de la autoridad monetaria de llevar a cabo aquellas políticas que le permitan mantener el ancla y en su caso, cumplir con los objetivos intermedios o finales establecidos.

II.8 Uso de Objetivos Directos: Metas de Inflación

La cada vez mayor inconformidad con la utilización de agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria y la inflexibilidad que puede implicar el establecimiento de otros objetivos intermedios como pudiera ser el tipo de cambio, ha propiciado que un número importante de bancos centrales de países desarrollados consideren preferible contar con la flexibilidad necesaria para determinar y, en su caso, adoptar con agilidad las medidas más idóneas para abordar los problemas derivados de un entorno económico cambiante. De esta manera, la propia experiencia ha llevado a los bancos centrales a definir metas explícitas sobre la inflación para periodos de tiempo determinados, quedando a su discreción la elección del método más apropiado para la consecución de la meta inflacionaria establecida.

Partiendo de la premisa de que la estabilidad de precios es el objetivo prioritario de la política monetaria, las metas inflacionarias sirven como mecanismo de medición del desempeño de la autoridad monetaria, ya que al ser fácilmente visibles y entendibles por el público en general le brindan a los agentes económicos la posibilidad de vigilar el comportamiento del banco central y el cumplimiento de su objetivo. Más aún, la utilización de metas inflacionarias puede resultar en una política adecuada para lograr la estabilización de la economía. Esto sucede debido a que conforme se vaya dando el cumplimiento de los objetivos inflacionarios establecidos, se refuerzan las expectativas del público de que la inflación continuará disminuyendo, lo cual a su vez retroalimenta la tendencia decreciente de la propia inflación.

Por otra parte, las metas inflacionarias implican el compromiso del banco central de llevar a cabo políticas congruentes con la consecución del objetivo inflacionario, por lo que si las metas se establecen por periodos que van más allá del corto plazo, éstas comprometen a la autoridad monetaria a instrumentar una política acorde con dicho

objetivo en el mediano y largo plazo. Cabe añadir que algunos autores han sugerido que la utilización de metas inflacionarias representa una oportunidad para que la política monetaria pueda a su vez convertirse efectivamente en el ancla nominal de la economía. Esto ocurre debido a que en el momento en que la inflación observada comience a coincidir con las metas establecidas por la autoridad monetaria, los agentes económicos considerarán a las metas de inflación establecidas por el banco central como el mejor pronóstico de la inflación. (Leiderman, Liviatan y Thorne (1995)). Ante esta situación, las acciones del banco central y sus anuncios sobre política monetaria e inflación objetivo, le permitirán ejercer una influencia directa sobre la formación de las expectativas inflacionarias del público.

III. Experiencia Internacional con Metas de Inflación

La experiencia internacional con metas inflacionarias ha sido diversa en cuanto a su definición y desempeño. En algunos casos, las metas inflacionarias han sido establecidas como parte de una modificación constitucional en la que se le ha otorgado autonomía al banco central, entidad responsable de alcanzar dichas metas. En otros casos, la meta inflacionaria ha sido definida por el gobierno sin ningún compromiso específico por parte del banco central. Las metas han sido expresadas tanto como un número fijo o como un rango o banda de niveles mínimos y máximos de inflación para uno o más años. La evidencia empírica indica que la utilización de metas inflacionarias ha favorecido una rápida desaceleración del crecimiento de los precios, a la vez que le ha permitido a las autoridades monetarias contar con más grados de libertad para realizar las políticas que se juzgen más idóneas para alcanzar las metas referidas.

La adopción de objetivos de inflación explícitos ha sido una práctica seguida recientemente por algunos países (Canadá, Finlandia, Nueva Zelanda, Australia, Inglaterra, España y Suecia). Por otra parte, otro grupo de países (Alemania, Estados Unidos, Israel e Italia) han optado por establecer metas inflacionarias implícitas, en las que las autoridades no realizan un anuncio formal de éstas. Resulta interesante señalar que los países que han adoptado metas inflacionarias explícitas se encuentran bajo un régimen de tipo de cambio flexible o bien bajo un régimen en el que la flotación se encuentra de alguna manera limitada por una banda relativamente amplia. Este hecho refleja la necesidad de los bancos centrales de estos países de recurrir a las metas de inflación como herramienta que limite las expectativas inflacionarias del público, en un entorno en el que la volatilidad del tipo de cambio puede tener un efecto perverso sobre la tasa de inflación.

Cabe señalar que, en términos generales, la experiencia internacional con metas inflacionarias ha sido satisfactoria al propiciar una disminución en el ritmo de crecimiento de los precios. Específicamente, dichas metas han resultado útiles al proporcionar un ancla a las expectativas inflacionarias del público, en momentos en los que el tipo de cambio ha dejado de desempeñar la función de ancla nominal y la política monetaria se convierte en el único elemento capaz de estabilizar los mercados financieros. Aunque en sus inicios se argumentaba que en algunos de los países que adoptaron metas de inflación, el éxito observado pudo ser resultado de una situación recesiva de la economía o de la introducción de medidas estructurales importantes, la experiencia posterior de estos países, en situaciones de claro crecimiento económico, demuestra lo contrario.

Nueva Zelanda y Canadá adoptaron metas de inflación con la intención de disminuir las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y por ende los niveles de inflación. Las metas se establecieron en niveles por debajo de las tasas de inflación prevalecientes, con el objeto de enviar una señal clara de las intenciones de las autoridades. Canadá, estableció metas inflacionarias como respuesta al insatisfactorio resultado obtenido con la utilización de agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria.

Finlandia, Suecia e Inglaterra adoptaron metas de inflación poco tiempo después de sufrir un choque inflacionario importante, producto de la dramática depreciación de su moneda. Para estos tres países, la tasa de inflación prevaleciente al momento del anuncio de las metas se encontraba dentro del intervalo señalado como meta. El objetivo de anunciar metas de inflación era continuar, aún bajo la ocurrencia de un choque inflacionario no anticipado, observando inflaciones históricamente bajas. Estos tres países adoptaron metas de inflación ante la imposibilidad de mantener al tipo de cambio como ancla nominal. Por su parte, España adoptó metas de inflación explícitas en 1994 aun sin abandonar el Mecanismo Europeo de Paridades Cambiarias (ERM por sus siglas en inglés). En el esquema de metas de inflación, este país utiliza al tipo de cambio como herramienta que le permita alcanzar su objetivo inflacionario.

El propósito de esta sección es revisar la experiencia de algunos de los países que han adoptado metas inflacionarias, para así derivar algunas lecciones sobre la instrumentación y efectividad de las mismas. Como se señaló anteriormente, las metas inflacionarias pueden ser explícitas o implícitas. Las metas explícitas son aquellas en donde las autoridades realizan un anuncio formal de la meta inflacionaria, a la vez que se comprometen a hacer todo lo posible para la consecución de la meta referida. Por su parte, las metas inflacionarias implícitas no contemplan el anuncio formal por parte de las autoridades, ni tampoco el compromiso de alcanzar la meta. En esta sección se revisa la experiencia de algunos países con metas inflacionarias explícitas. Específicamente, se revisa la experiencia de Nueva Zelanda, Canadá, Inglaterra, Finlandia, Suecia y España.

El estudio de cada país se estructuró de la siguiente manera: situación previa, establecimiento de la meta, y evolución posterior. En cuanto al establecimiento de las metas, se cubren los aspectos técnicos de la estrategia, las medidas, y el marco institucional que la acompañaron. En cuanto a la situación previa y a la evolución posterior, el análisis en cada país cubre aspectos de la trayectoria de los precios, la actividad económica, el tipo de cambio y las tasas de interés. Mientras en Nueva Zelanda, Canadá e Inglaterra el tratamiento es más completo y estructurado, en Suecia, Finlandia y España el análisis es menos riguroso. Esto último obedece a que en los primeros tres países la estrategia se ha instrumentado por un periodo más largo y en los últimos países mencionados, la experiencia con metas de inflación es más reciente y se encuentra aún en una fase preliminar.

III.1 Nueva Zelanda

Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar una meta inflacionaria, lo que hizo aunado a una reforma institucional contenida en el "Reserve Bank Act de 1989". En esta reforma, la cual otorgó independencia al Banco Central y además determinó que el único objetivo de la política monetaria sería asegurar la estabilidad de precios, se obliga al Gobernador del Banco Central y al Ministro de Finanzas a acordar metas económicas (Policy Target Agreements, PTA) para la instrumentación de la política monetaria. Estas metas económicas se han anunciado como metas inflacionarias, aunque las reglas permiten definir las como cualquier otra meta monetaria cuyo objetivo final sea la estabilidad de precios.

III.1.1 Situación Previa

La definición de metas inflacionarias oficiales en 1991 fue parte de un proceso de reforma estructural que comenzó en 1984 con un nuevo gobierno. Hasta ese año Nueva Zelanda era una economía con un alto nivel de protección, mantenía controles sobre precios y salarios, y sus mercados financieros estaban muy regulados. Sus resultados económicos indicaban tasas de crecimiento menores a las de los otros países miembros de la OECD, déficit fiscales y de balanza de pagos persistentes, desempleo alto e inflaciones elevadas y variables.

El proceso de reforma estructural tomó varios años. A partir de 1984 comenzó la eliminación gradual de los esquemas de subsidios a la agricultura y las exportaciones; se procedió a la apertura comercial con Australia; y se reformó el sistema impositivo. En cuanto a la política cambiaria, se pasó de un sistema de desliz constante a un sistema de libre flotación. Asimismo, se inició un proceso de desregulación financiera.

Como resultado de este proceso de reforma, en 1984 y 1985 el tipo de cambio flotó libremente, el cual, al registrar una depreciación, incrementó la inflación anual a un nivel de aproximadamente 15 por ciento (ver gráficas 1 y 2). Dada la inestabilidad existente en la relación entre los agregados monetarios tradicionales y los precios, el Banco Central optó por no fijar metas sobre agregados monetarios. El Banco siguió un enfoque más pragmático, en el cual para la ejecución de la política monetaria se consideraba el desempeño de varios indicadores (tipo de cambio, nivel y estructura de tasas de interés, agregados monetarios, expectativas de inflación, etc.) sin concentrarse en ninguno en particular. Para diciembre de 1986 la inflación anual llegó a un nivel superior a 18 por ciento. En respuesta, el Banco Central dispuso seguir políticas conservadoras que aunadas al contexto de apertura comercial y desregulación del sistema financiero, lograron que a principios de 1989 la inflación bajara a un nivel de aproximadamente 4 por ciento (las tasas de interés reales aumentaron y el tipo de cambio real se apreció). Asimismo, como resultado de dichas políticas, se experimentó una continua desaceleración de la actividad económica. Para finales de 1989, la inflación registró un repunte y llegó a un nivel de aproximadamente 7 por ciento (ver gráfica 2). En febrero de 1989 entró en vigor el Reserve Bank Act, que determinó como único objetivo del Banco Central la estabilidad de precios.

En el contexto de esta serie de reformas, a principios de 1990 se estableció el primer PTA que definía objetivos en relación al crecimiento anual del índice de precios al consumidor. Los objetivos se definieron como un intervalo de +/- 1 punto porcentual alrededor de la meta de inflación. Esto último con el objeto de reconocer que en términos prácticos resulta imposible modular los cambios de política para lograr un nivel de inflación exacto. No obstante, el punto medio de la banda es el objetivo de inflación, y no la propia banda. Así, el primer PTA establecía un objetivo de inflación anual de 0 a 2 por ciento para diciembre de 1992, es decir, una meta de 1 por ciento con una banda de +/- 1 punto porcentual. En abril de 1990 se determinaron metas intermedias de 3 a 5 por ciento para diciembre de 1990 y de 1.5 a 3.5 por ciento para diciembre de 1991. En diciembre de 1990, el plazo para esta última meta se extendió hasta diciembre de 1992. El segundo PTA se anunció en febrero de 1991 y se definieron nuevas metas de 2.5 a 4.5 por ciento para diciembre de 1991 y de 1.5 a 3.5 por ciento para diciembre de 1992. En el tercer PTA anunciado en diciembre de 1992 se acordó un objetivo de inflación de largo plazo entre 0 y 2 por ciento (ver gráfica 2).

La Sección 11 del Reserve Bank Act designa al Gobernador del Banco Central como el responsable del desempeño de la política monetaria. Dicho desempeño es juzgado con base en las desviaciones de las metas especificadas en los PTA. (Existe la creencia que el estatuto liga la permanencia en el cargo y la remuneración del Gobernador del Banco Central al logro de las metas definidas en el PTA. En realidad, lo único que fue regulado explícitamente es la facultad del Ministro de Finanzas para negar la renovación del Gobernador en su puesto en caso de que su actuación se juzgue insatisfactoria). Por su parte, cabe señalar que la normatividad le otorga plena libertad al Gobernador del Banco para elegir los medios necesarios para alcanzar las metas señaladas.

Con el esquema de metas inflacionarias, la política monetaria se ejecuta de acuerdo con la situación de la inflación observada y esperada con respecto a la meta. Así, por ejemplo, en septiembre de 1991 el Banco Central de Nueva Zelanda tomó medidas para relajar las condiciones monetarias y prevenir que la inflación terminara por debajo de la meta. (La instrumentación de la política monetaria se basa en el control cuantitativo de la liquidez diaria. El Banco Central determina un objetivo diario de la liquidez global del sistema, independiente de la demanda por ésta, de manera que los bancos necesiten liquidez adicional con regularidad. Esto permite que el Banco Central tenga que proporcionar la liquidez faltante mediante otros instrumentos (subastas de créditos, operaciones de mercado abierto, etc.), lo que le abre la posibilidad de afectar, en caso necesario, la evolución de las tasas de interés del mercado). Cabe mencionar que ante perturbaciones exógenas transitorias, el Banco permite desviaciones en las tasas mensuales de inflación, sin modificándolas su política. (Las perturbaciones por las cuales se permiten desviaciones de la meta están definidas en el PTA. Estas son: cambios en los términos de intercambio, en el IVA, desastres naturales, cambios significativos en impuestos directos y cambios en las tasas de interés que provoquen divergencias relevantes entre los cambios en el IPC con y sin costos hipotecarios) Para darle formalidad a esta práctica, se utiliza un índice de precios al consumidor que excluye cambios en el IVA, precios de energía, precios de vivienda y costos hipotecarios. Asimismo, el Banco reconoce que la política monetaria tiene rezagos de 2 a 8 trimestres en su impacto sobre la inflación. El rezago de la política monetaria sobre la inflación ha propiciado que la política monetaria reaccione más a las presiones inflacionarias esperadas que a los movimientos observados de los precios.

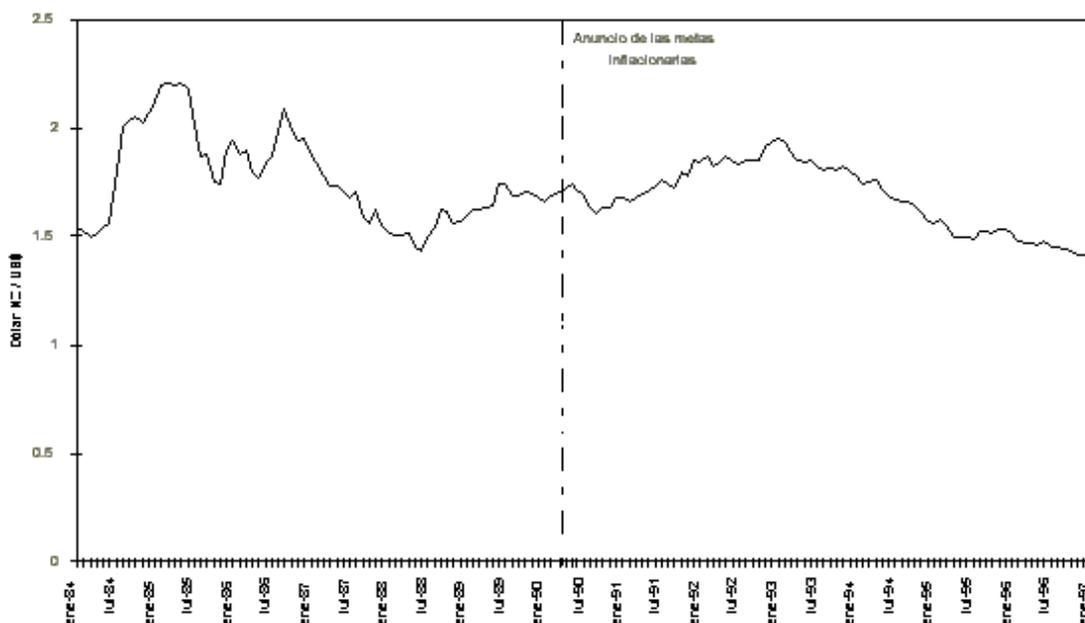
En congruencia con lo último señalado, el citado Banco Central requiere de información confiable sobre los pronósticos de inflación para determinar la política monetaria adecuada. Por esta razón, el Banco Central produce trimestralmente pronósticos de inflación oportunos, los cuales genera con base en un sistema estructural de ecuaciones econométricas y con otras herramientas como análisis de indicadores adelantados o modelos de vectores autorregresivos, que pueden sugerir cambios en la tendencia de los precios. En este contexto, el tipo de cambio es considerado una variable clave en la operación de la política monetaria, debido a que tiene una fuerte e inmediata influencia sobre el nivel de precios. Aunque el nivel del tipo de cambio no representa una meta en sí misma, la autoridad monetaria mantiene implícitamente una banda (llamada zona de confort) alrededor de éste. Esta zona de confort no es anunciada y es modificada con cada nueva estimación de la inflación esperada. Sin embargo, si el tipo de cambio se aleja de esta zona, el Banco Central invariablemente interviene con anuncios sobre su política (policy statements) y a través de operaciones de mercado abierto, para afectar el nivel y la estructura de las tasas de interés de corto plazo.

Como se puede observar en la gráfica 2, a partir de la firma del primer PTA en marzo de 1990 la inflación en Nueva Zelanda disminuyó (tanto medida por IPC como por la inflación subyacente) hasta situarse dentro del rango objetivo en septiembre de 1991. Desde ese año y hasta finales de 1994, aunque la inflación registró oscilaciones, nunca abandonó su banda. Durante 1995, mientras la inflación medida por el IPC superó el nivel máximo de la banda objetivo situándose en un nivel de 4 por ciento a mediados de 1995 para luego retomar una tendencia decreciente, la inflación subyacente ha oscilado alrededor del límite superior.

La trayectoria de las tasas de interés se modificó en forma drástica con la introducción del primer PTA. Desde principios de 1991 hasta finales de 1993, las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo se redujeron desde el 12 hasta el 5 por ciento; la pendiente de la curva de rendimiento permite deducir que el éxito en la reducción de la inflación se debe al abatimiento de las expectativas inflacionarias. A partir de 1994 las tasas de interés de corto y largo plazo comenzaron a repuntar, alcanzado en julio de ese año un nivel de aproximadamente 9 por ciento; las tasas de interés han oscilado alrededor de ese nivel hasta fechas recientes (ver gráfica 3). No obstante, el descenso en las tasas de interés nominales combinado con las menores inflaciones, mantuvo las tasas de interés reales en niveles elevados.

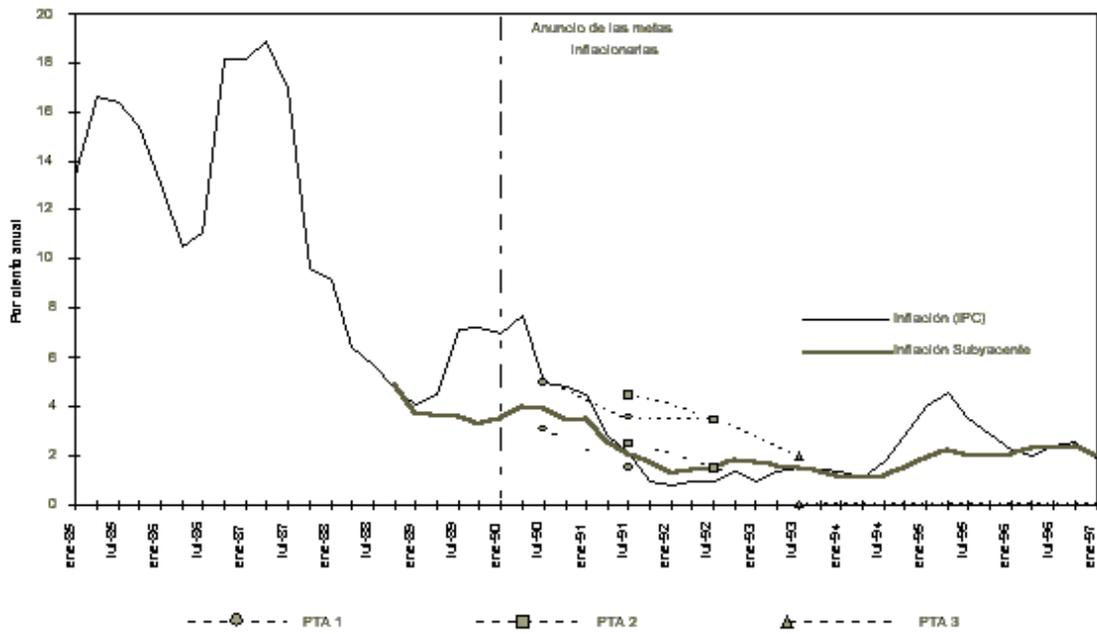
Con base en los resultados presentados, se puede concluir que, en términos generales, el esquema de metas de inflación ha sido exitoso. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que la instrumentación de la estrategia de metas inflacionarias estuvo aunada a una serie de reformas, a un proceso de liberalización y modernización, y en sus inicios, a la caída en el ritmo de la actividad económica (ver gráfica 4). Por lo tanto, no es posible asignar a la estrategia de metas de inflación todo el éxito obtenido. En todo caso, como lo declaran las autoridades de Nueva Zelanda, la existencia de la meta ha actuado, en diversas ocasiones, reforzando sus decisiones de implementar las medidas de reforma requeridas.

Gráfica 1
Tipo de Cambio
(Nueva Zelanda)



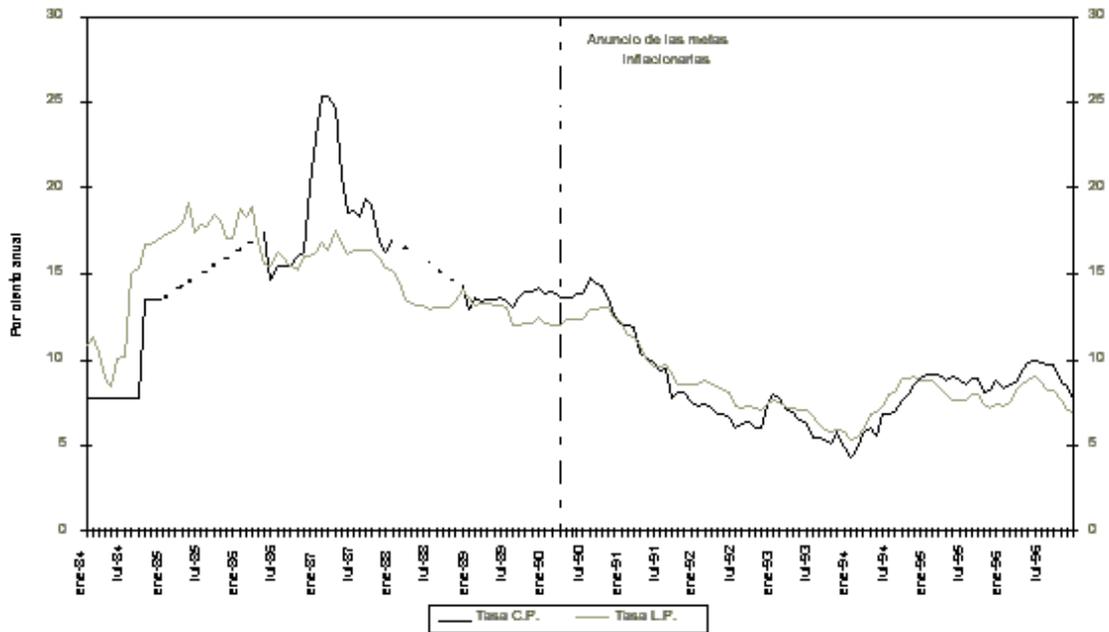
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 2
Inflación y Metas
(Nueva Zelanda)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI y Bloomberg Information Service.

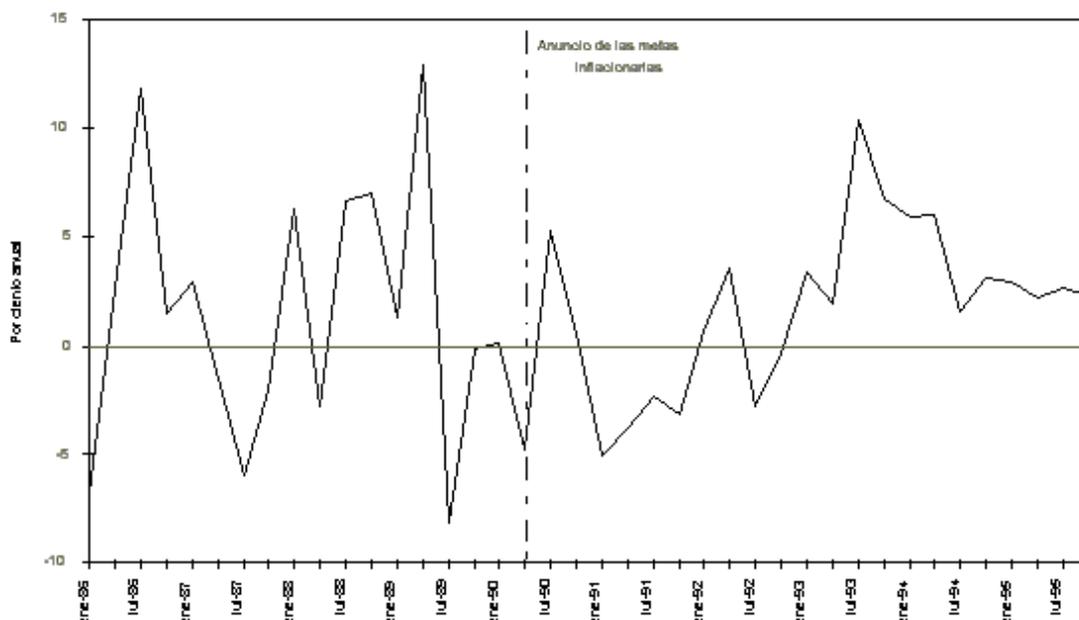
Gráfica 3
Tasas de Interés
(Nueva Zelanda)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Nota: - - - - Datos no disponibles.

Gráfica 4
Crecimiento del PIB
(Nueva Zelandia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

III.2 Canadá

A partir de 1991, Canadá optó por definir metas inflacionarias explícitas. El 26 de febrero de 1991 se anunciaron las primeras de ellas, de manera coordinada entre el gobierno y el Banco de Canadá. El primero anunció las metas inflacionarias, mientras que el segundo emitió un comunicado de prensa definiendo los detalles de su operación bajo el nuevo esquema.

El Banco de Canadá, desde hace ya varios años, ha manifestado como su objetivo de largo plazo la procuración de la estabilidad de precios. Para lograr dicho objetivo, de 1975 a 1982 mantuvo una meta nominal intermedia de corto y mediano plazo basada en el agregado monetario M1 (billetes y monedas + depósitos a la vista). Sin embargo, debido a problemas de inestabilidad en la relación entre M1 y variables finales como la inflación y el gasto nominal, en 1982 el Banco decidió abandonar este tipo de esquema. A partir del abandono de M1 como meta intermedia para la política monetaria, el Banco de Canadá se embarcó en una búsqueda infructuosa de un ancla alternativa. Al no encontrar ningún agregado que fuera suficientemente estable para utilizarlo como meta, el Banco Central optó por utilizar una combinación de agregados monetarios y crediticios, pero sólo en su papel de variables de información. Así, de 1982 a 1991 la política monetaria de Canadá se ejecutó con base en la estabilidad de precios como su objetivo de largo plazo, pero sin metas intermedias o algún horizonte específico para lograr dicho objetivo.

En 1988 se inició un periodo de desaceleración paulatina de la actividad económica, misma que llevó a una recesión a finales de 1990 (ver gráfica 8). En ese mismo año, el déficit público como proporción del PIB llegó a 6.3 por ciento, lo que contribuyó, en gran medida, a elevar las tasas reales de interés, recrudeciendo así la recesión y el desempleo. Por su parte, la inflación, que hasta 1988 había fluctuado alrededor de 4 por ciento, para el mes de enero de 1991 alcanzó un nivel de 6.9 por ciento con respecto al año anterior (ver gráfica 6). La combinación de recesión, elevada inflación y déficit fiscal hacía muy difícil la caída de las expectativas inflacionarias para los años subsiguientes.

En un intento de hacerle frente tanto a la recesión económica como a la indisciplina fiscal, el 26 de febrero de 1991 el Gobernador del Banco de Canadá junto con el Ministro de Hacienda anunciaron un compromiso para procurar la estabilidad de precios. Dicho compromiso fue formalizado con el planteamiento de objetivos específicos de inflación, expresados en términos de incrementos anuales del índice de precios al consumidor (IPC). Los objetivos a los que se comprometieron las autoridades fueron los siguientes: 3 por ciento de inflación anual para el final de 1992, 2.5 para mediados de 1994 y 2 por ciento para finales de 1995, con una banda de +/-1 punto porcentual. La metas de inflación representaron la primera declaración pública de un horizonte de mediano y largo plazo que perseguía la estabilidad de precios con lineamientos específicos para la conducción de la política monetaria.

En adición al establecimiento de metas inflacionarias, se instrumentaron medidas económicas con la finalidad de dirigir a la economía canadiense hacia un ambiente que favoreciera el cumplimiento de las metas de inflación. Entre estas medidas destacan:

- Plan fiscal, con la pretensión de situar el déficit fiscal en 1 por ciento como proporción del producto para 1995.
- Reforma de la regulación bancaria, suprimiendo las barreras que aún existían entre banca, agencias aseguradoras, cooperativas y sociedades de crédito, y abriendo la posibilidad de integración de los distintos tipos de entidades.
- Eliminación gradual del encaje legal, hasta alcanzar cero en un plazo de dos años.

A raíz de que se eligió nuevo Gobernador del Banco Central y un nuevo gobierno general para Canadá, en diciembre de 1993 se reafirmó el compromiso con las metas de inflación mediante un nuevo anuncio conjunto. Asimismo, se extendió el plazo para cumplir el rango objetivo de 1 a 3 por ciento de inflación hasta diciembre de 1998. Además, se cambió el énfasis de los puntos medios a la banda en sí (ver gráfica 6).

En la determinación de las metas de inflación se consideró importante enfatizar la necesidad de que éstas fueran creíbles. Por esta razón, las metas se anunciaron conjuntamente por el gobierno y el Banco Central, para dar así la señal de compromiso de todas las autoridades relevantes con las metas de inflación. Adicionalmente, se consideró que al proveer de información al mercado sobre los objetivos específicos del Banco Central, las metas ayudarían a hacer que el público comprendiera mejor sus acciones y tuviera más elementos para juzgar su desempeño. Asimismo, para que el público fuera adquiriendo credibilidad en el esquema, se consideró esencial que la meta para la primera evaluación, que se fijó para finales de 1992 (22 meses después del anuncio), se alcanzara con éxito.

Con el establecimiento de las metas inflacionarias, el gobierno y el Banco de Canadá se propusieron cubrir tanto objetivos de corto como de largo plazo. Para el largo plazo se buscó lograr la estabilidad de precios, mientras que para el corto plazo se buscó ayudar a amortiguar choques inflacionarios exógenos, por ejemplo, el choque petrolero por la Guerra del Golfo o el ocasionado por la reforma impositiva con la introducción del IVA (Freedman (1995)), de manera que los individuos pudieran ver más allá de estos eventos temporales e incorporaran la trayectoria de disminución de la inflación en sus procesos de decisión.

El índice de precios elegido para medir el objetivo de inflación es el índice de precios al consumidor (IPC), por ser éste el más conocido y utilizado por los agentes económicos. En adición, el Banco de Canadá, en la práctica operativa, se guía por un índice de inflación subyacente (IPCs) que excluye del cálculo del IPC los conceptos de alimentos, energía e impuestos indirectos. Es importante mencionar que ambos índices suelen compartir la tendencia, por lo que el seguimiento del segundo permite alcanzar los objetivos para el primero. No obstante, en caso de presentarse una divergencia entre los índices señalados, el IPC mantiene la función de definir la orientación global de la política monetaria en el mediano plazo.

En cuanto a la política monetaria, el Banco de Canadá ha indicado claramente que para lograr las metas de inflación establecidas, éste ejerce acción inmediata cuando detecta que la inflación mantiene una tendencia a salirse de la banda. Por tanto, cuando la inflación subyacente ha estado por arriba de la meta, el Banco ha restringido su política monetaria, mientras que en el caso contrario el Banco Central la ha relajado. Por otro lado, si se juzga que la desviación de la inflación es temporal, el Banco se ha abstenido de modificar su política monetaria.

Además de la inflación subyacente, el Banco de Canadá vigila y utiliza diversos indicadores para evaluar la situación económica y detectar la existencia de presiones inflacionarias. Entre estos indicadores destacan: la expansión de los agregados monetarios amplios, el comportamiento del crédito al sector privado, el crecimiento del gasto nominal y el índice de condiciones monetarias (ICM) (Este índice incorpora los efectos de los cambios de las tasas de interés y del tipo de cambio sobre la economía real. El índice se utiliza como una medida agregada de los cambios en las condiciones monetarias producto de la política monetaria o de perturbaciones en los mercados de dinero y cambiario). También se elaboran periódicamente proyecciones de inflación para el mediano plazo (6-7 años), corto plazo (7-8 trimestres) y muy corto plazo (2-3 trimestres).

Por otro lado, el Banco de Canadá se compromete a no modificar su objetivo inflacionario a menos que se presenten circunstancias muy especiales, como pueden ser: un aumento de gran magnitud en los precios del petróleo o un desastre natural. Asimismo, el Banco estableció con anticipación (*a priori*) los casos en los que algún tipo de perturbación pudiera generar desviaciones con respecto a los objetivos de inflación. Entre dichas perturbaciones destaca el impacto que sobre la tasa de inflación tiene un aumento en los impuestos indirectos que no hubiese estado previsto al momento de establecerse los objetivos de inflación. Dichas desviaciones pueden tener efectos sobre la inflación a corto plazo, sin menoscabo de continuar procurando el alcance de las metas inflacionarias establecidas. Es por ello que las perturbaciones de menor magnitud se asimilan dentro de una banda de desviaciones permisibles para la inflación de +/- 1 punto porcentual.

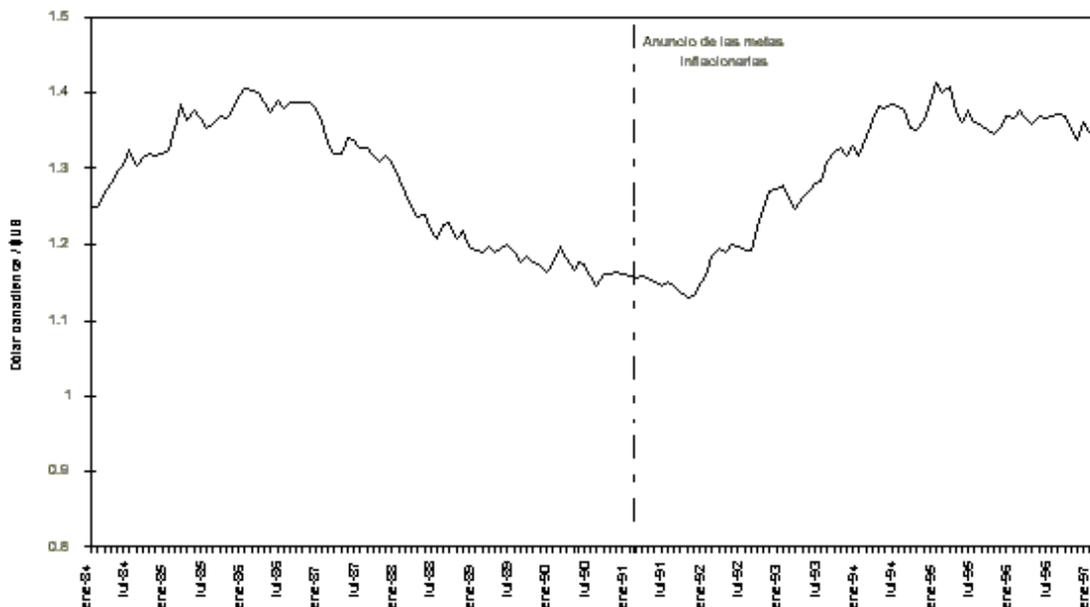
Las primeras metas inflacionarias anunciadas fueron recibidas con escepticismo, ya que se cuestionaba que la meta de 3 por ciento para el final de 1992 fuera alcanzada. Cuando al final de 1992 la meta se cumplió, siendo la inflación 2.1 por ciento, sólo un poco arriba del borde inferior de la banda de la meta, las expectativas de inflación disminuyeron. Como se puede observar en la gráfica 6, desde entonces y hasta principios de 1995 la inflación medida a través del índice de precios al consumidor permaneció por abajo del borde inferior de la banda, aunque el Banco de Canadá argumentó entonces que la inflación medida por la variante del índice de precios, sobre el cual

operativamente basa sus decisiones, se mantuvo en el borde inferior de la banda. A partir de 1995 la inflación ha oscilado dentro de la banda.

El efecto de la estrategia sobre las expectativas inflacionarias fue favorable a juzgar por la disminución de las tasas de interés de corto y largo plazo (ver gráfica 7). Desde el inicio de la estrategia las tasas de interés de corto plazo tuvieron un decremento considerable, de aproximadamente 4 puntos porcentuales hasta mediados de 1992. Las tasas de interés de largo plazo tuvieron descensos significativamente menores de aproximadamente 2 puntos porcentuales. Pese a dicha disminución, las tasas de interés reales permanecieron en niveles altos dada la disminución de la inflación. A partir de 1993 las tasas de interés de corto y largo plazo han oscilado en los rangos de 4 a 8 y 8 a 10 por ciento, respectivamente.

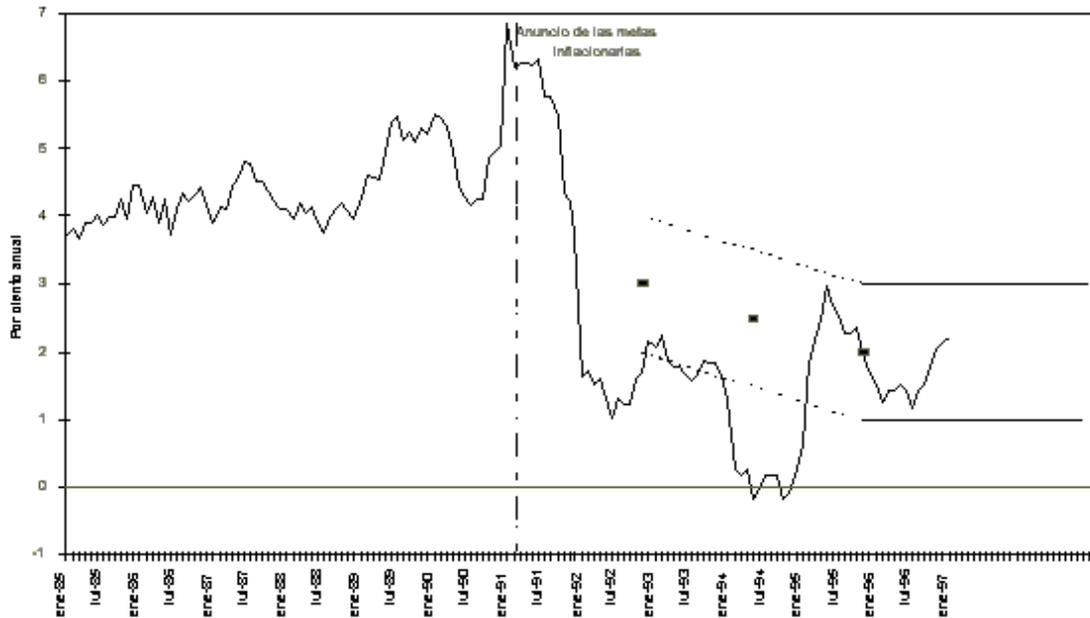
Aunque al inicio de la estrategia Canadá se encontraba en una etapa recesiva del ciclo económico, a partir de 1992 el éxito de las metas de inflación se enmarca dentro de una fase expansiva del PIB, lo cual le da mayor relevancia a la evolución favorable de los precios. No obstante, es necesario recordar que esta estrategia es parte de una serie de reformas económicas estructurales, las cuales en su conjunto, han propiciado una mayor estabilidad de la economía canadiense.

Gráfica 5
Tipo de Cambio
(Canadá)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

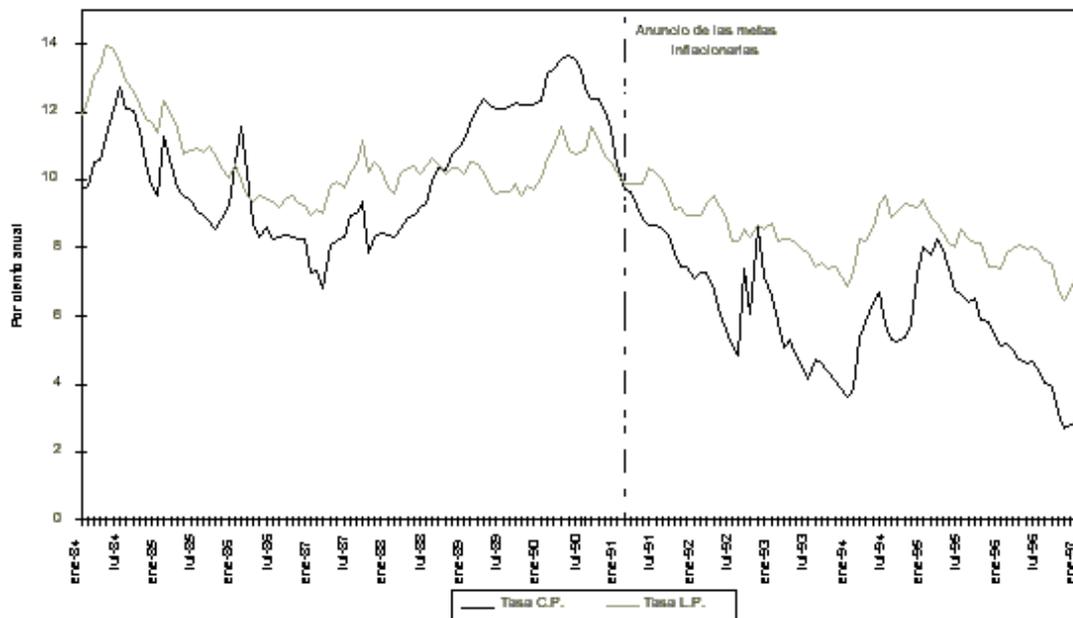
Gráfica 6
Inflación y Metas
(Canadá)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Nota: Inflación medida como el cambio porcentual del índice de precios al consumidor con respecto al mismo mes del año anterior.

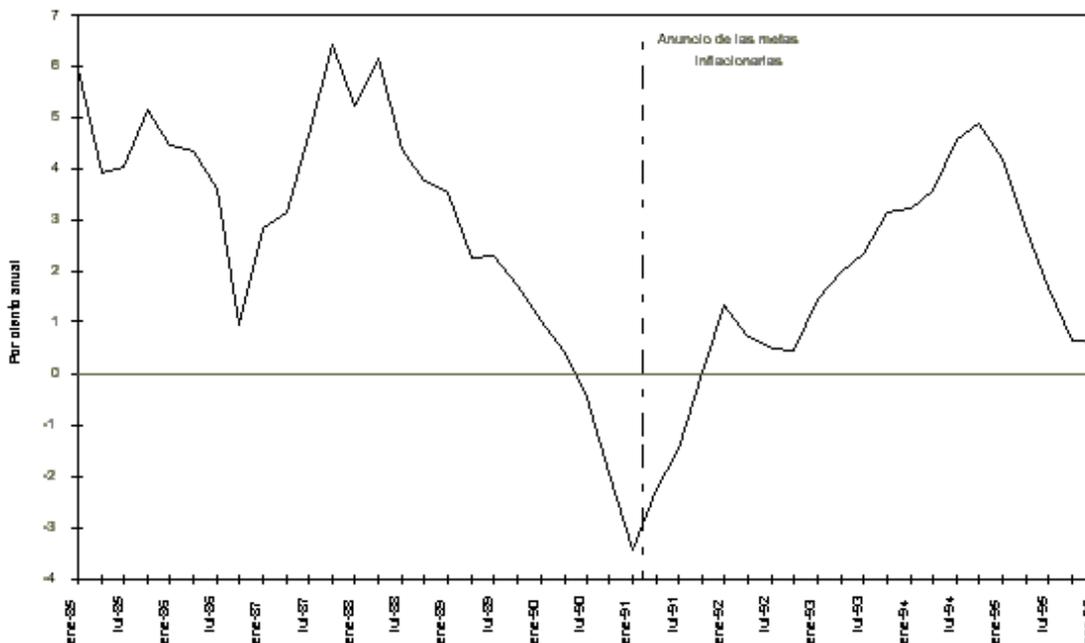
Gráfica 7
Tasas de Interés
(Canadá)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 8
Crecimiento del PIB

(Canadá)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

III.3 Inglaterra

Inglaterra adoptó metas inflacionarias explícitas a partir de octubre de 1992. Esta decisión fue anunciada por el gobierno a raíz de que la libra esterlina abandonó el Mecanismo Europeo de Paridades Cambiarias y pasó a un régimen de flotación.

A partir de 1976, el Banco de Inglaterra anunció formalmente objetivos para el crecimiento del agregado monetario M3. La experiencia al inicio fue satisfactoria, pero en 1979, después de la liberalización financiera, comenzó a diluirse la relación estrecha entre M3 y la inflación. Finalmente, en 1986 las metas monetarias se abandonaron y el tipo de cambio comenzó a utilizarse como ancla nominal. De 1986 a principios de 1988, la inflación medida por el IPC se mantuvo en un rango de entre 2 y 5 por ciento (ver gráfica 10).

En 1988, la economía británica entró en un ciclo de actividad económica descendente que se transformó en recesión a partir del cuarto trimestre de 1990 (coincidiendo con su incorporación al Sistema Monetario Europeo (SME)) (ver gráfica 12). Durante este mismo periodo, tanto la inflación como las tasas de interés de corto y largo plazo aumentaron progresivamente, llegando a niveles máximos en octubre de 1990 de 10.9 por ciento las primeras y de 15 por ciento las segundas (ver gráfica 11). A partir de ese mes, con la incorporación al SME y la adhesión de la libra esterlina al Mecanismo Europeo de Paridades Cambiarias, la inflación comenzó a disminuir, ya que por un lado la disciplina sobre el tipo de cambio dada por el ERM funcionó satisfactoriamente como instrumento para atar las expectativas inflacionarias y por otro lado la demanda agregada se vio disminuida por efecto de la recesión. Así, para octubre de 1991 la inflación había bajado a un nivel de 3.7 por ciento. Aunque las tasas de interés también bajaron situándose entre 9 y 10 por ciento, los mercados percibieron que dichos niveles de tasas de interés, necesarios para mantener la paridad ante la política monetaria restrictiva de Alemania, eran incongruentes con la situación recesiva y hacían que la sostenibilidad de las políticas adoptadas no fueran creíbles en el mediano plazo. Esta situación dio lugar a presiones sobre el mercado cambiario, redundando en septiembre de 1992 en un ataque especulativo que obligó a Inglaterra a abandonar el ERM (ver gráfica 9). Como resultado de la pérdida del ancla nominal del tipo de cambio, fue necesario diseñar un esquema de política que lograra mantener la inflación bajo control y aumentara la credibilidad del compromiso de largo plazo de las autoridades con la estabilidad de precios.

Un mes después del abandono de la Libra del ERM, el gobierno anunció las metas explícitas de inflación como guía en la determinación de la política monetaria. Las fechas para cumplir el objetivo de abatimiento de la inflación no quedaron claramente determinadas: se anunció que la meta era mantener la inflación anual en un rango de 1 a 4 por ciento en el corto plazo, en un rango de 1 a 2.5 por ciento en el mediano plazo y lograr una inflación en largo plazo menor al 2 por ciento. En todos estos casos no se da referencia a un punto central (ver gráfica 10). En definitiva, a pesar de que la regla es precisa en cuanto a la determinación de los rangos objetivo, la regla es flexible dada la imprecisión del horizonte temporal sobre el cual se aplica.

Dado que en Inglaterra no existe independencia formal del Banco Central, la decisión de metas inflacionarias vino

directamente del Ministro del Tesoro (*Chancellor of the Exchequer*). Las metas se definieron en términos de la inflación anual medida por el índice de precios al menudeo que excluye costos hipotecarios (RPIX), debido a que dichos pagos se encuentran influenciados por los cambios en las tasas de interés oficiales (que son el instrumento de política).

En Inglaterra, al igual que en Nueva Zelanda, las autoridades han determinado que la política monetaria debe actuar con visión hacia el futuro y reaccionar más a las presiones inflacionarias esperadas que a la inflación prevaleciente. El Banco de Inglaterra sigue operativamente la inflación subyacente, para lo cual utiliza un índice de precios al menudeo que excluye tanto el pago de intereses por hipoteca como el pago de impuestos indirectos (RPIY). Así, las autoridades han determinado que la guía más adecuada para determinar la política monetaria es el pronóstico más preciso que se pueda obtener de la distribución de probabilidad de la inflación en un cierto horizonte, definido por el tiempo en que dicha política tarda en afectar al nivel de precios (La instrumentación de la política monetaria en Inglaterra se caracteriza por la intervención diaria del Banco de Inglaterra en el mercado de dinero a través de operaciones de mercado abierto, realizando un seguimiento estrecho de las condiciones de liquidez. Así, mediante las referencias de precio que establecen las operaciones de reporto y a través del efecto indirecto logrado con el ajuste de cantidades, el Banco de Inglaterra influye sobre las tasas de interés)..

El Banco de Inglaterra analiza constantemente las variables que pueden dar información sobre las tendencias inflacionarias. En este sentido le da seguimiento a indicadores que resultan de encuestas sobre expectativas de inflación y de empleo, así como a los agregados monetarios y al tipo de cambio. A partir de octubre de 1992, el *Chancellor of the Exchequer* solicitó al Banco de Inglaterra producir una evaluación periódica del progreso hacia la meta inflacionaria. Esta evaluación se hace pública mediante un reporte trimestral, el "Inflation Report". En sus inicios, este reporte fue un documento interno, pero a partir de febrero de 1993 se publica puntualmente. El documento presenta el pronóstico oficial del Banco Central de la inflación para los siguientes dos años. El horizonte del pronóstico se definió de esa manera por considerarse que es en ese lapso en el que la política monetaria tiene su mayor efecto sobre el nivel de precios. El documento incluye también los pronósticos de inflación de diversos analistas.

Cabe destacar la orientación didáctica de estos informes, lo que evidencia el intento de favorecer la comprensión por parte del público de la evolución de las principales variables económicas, en particular de la inflación. El objetivo de estos informes es hacer accesible a los agentes económicos información que les permita interpretar la función de reacción de las autoridades monetarias. La información contribuye, en esta perspectiva, a reducir la incertidumbre en los mercados y a disciplinar a la autoridad monetaria.

Además del "Inflation Report", existen otros elementos de carácter institucional que han reforzado la credibilidad de la política anti-inflacionaria de las autoridades británicas, tales como: la formalización de las reuniones del Gobernador del Banco y del *Chancellor of the Exchequer* para determinar las tasas de interés; la publicación de las minutas de dichas reuniones dos semanas después de la siguiente reunión, en vez de 30 años después, como era determinado por la regulación anterior; y la mayor discrecionalidad que obtuvo el Banco Central a partir de noviembre de 1993 para determinar el momento preciso para las modificaciones a las tasas de interés determinadas en las reuniones con el *Chancellor of the Exchequer*.

III.3.3 Evolución Posterior

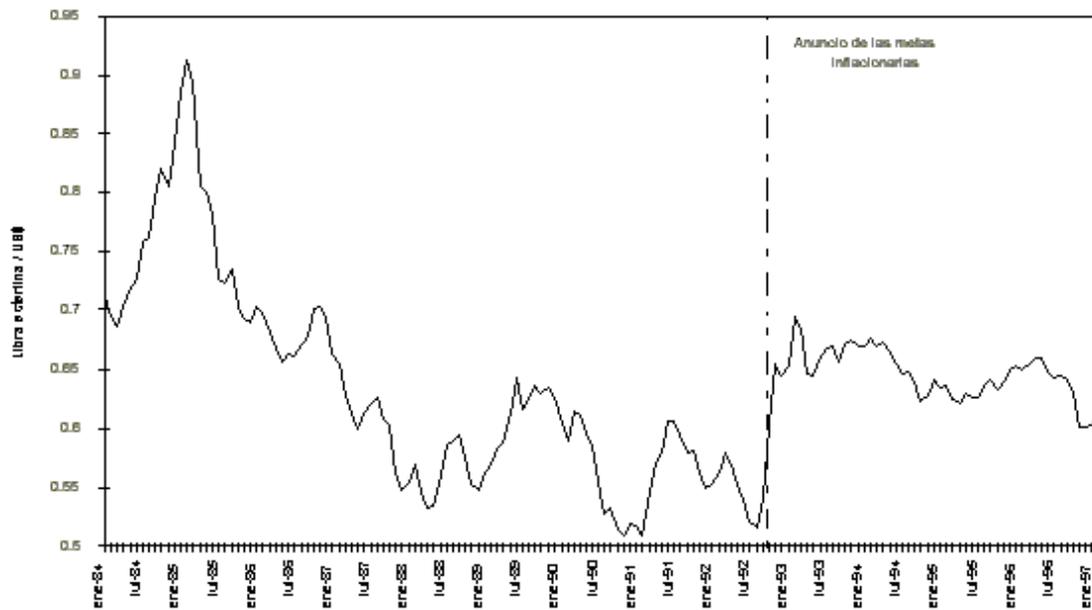
En la gráfica 10 se presenta la inflación medida conforme a las tres distintas definiciones: la tradicional, mediante el IPC; la de la determinación de las metas, mediante el RPIX; y la que sigue operativamente el banco central, el RPIY. Como es de esperarse, la tendencia de estas medidas es la misma. Dado que los compromisos se establecieron a través del índice RPIX, el análisis siguiente se basa en el comportamiento de dicha definición del índice de precios.

Como se puede observar en la gráfica 10, la inflación en Inglaterra llegó a su nivel máximo de los últimos 10 años a finales de 1990, con un nivel de aproximadamente 9 por ciento anual. Posteriormente, al ejercer el tipo de cambio su papel como ancla nominal y por efecto de la recesión que sucedió entonces, la inflación disminuyó a un nivel de aproximadamente 5 por ciento anual en octubre de 1991, permaneciendo alrededor de este nivel durante 1992. Después de adoptar las metas de inflación, el ritmo de crecimiento de los precios disminuyó. La inflación entró en la parte inferior del rango de 1 a 4 por ciento a principios de 1994, donde se mantuvo hasta diciembre de ese año. A partir de enero de 1995 y hasta la fecha, la inflación ha permanecido oscilando en un nivel alrededor de 3 por ciento. Es importante resaltar que en cuanto a las otras definiciones de inflación, el comportamiento ha sido similar y bajo ninguna definición ésta se ha salido de los límites.

En cuanto a las tasas de interés, inmediatamente después del abandono de la libra del ERM, la tasa de interés de corto plazo disminuyó aproximadamente 3 puntos porcentuales. A partir del establecimiento de las metas inflacionarias, las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo comienzan una fase descendente que culmina en enero de 1994, cuando alcanzan sus niveles más bajos de 5 y 7 por ciento respectivamente. Esta caída en las tasas de interés valida el efecto favorable sobre las expectativas de la estrategia anti-inflacionaria. A principios de 1994 la tasa de interés de largo plazo sufre un repunte que la sitúa en un nivel entre el 8 y 9 por ciento, mismo que ha mantenido hasta la fecha. La tasa de interés de corto plazo tuvo un repunte gradual que la situó en un nivel alrededor de 6 por ciento para enero de 1995, sobre el cual ha venido fluctuando.

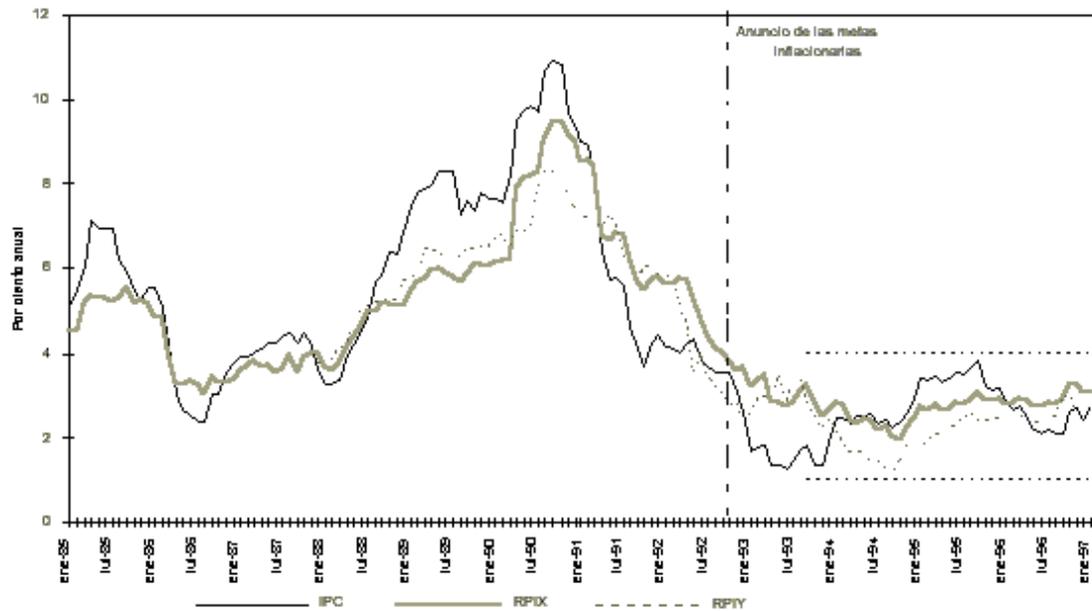
El establecimiento de las metas de inflación en Inglaterra ha sido exitoso. El esquema ha propiciado menores expectativas inflacionarias y por consiguiente un menor ritmo de crecimiento de los precios, en un entorno de crecimiento económico (ver gráfica 12).

Gráfica 9
Tipo de Cambio
(Inglaterra)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

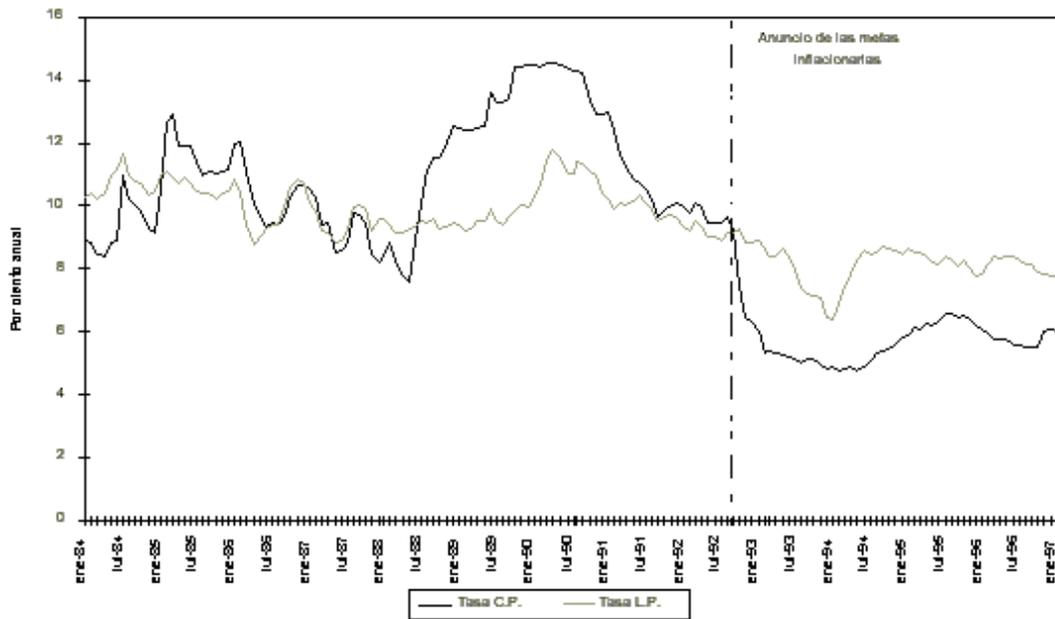
Gráfica 10
Inflación y Metas
(Inglaterra)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI y Bloomberg Information Service.

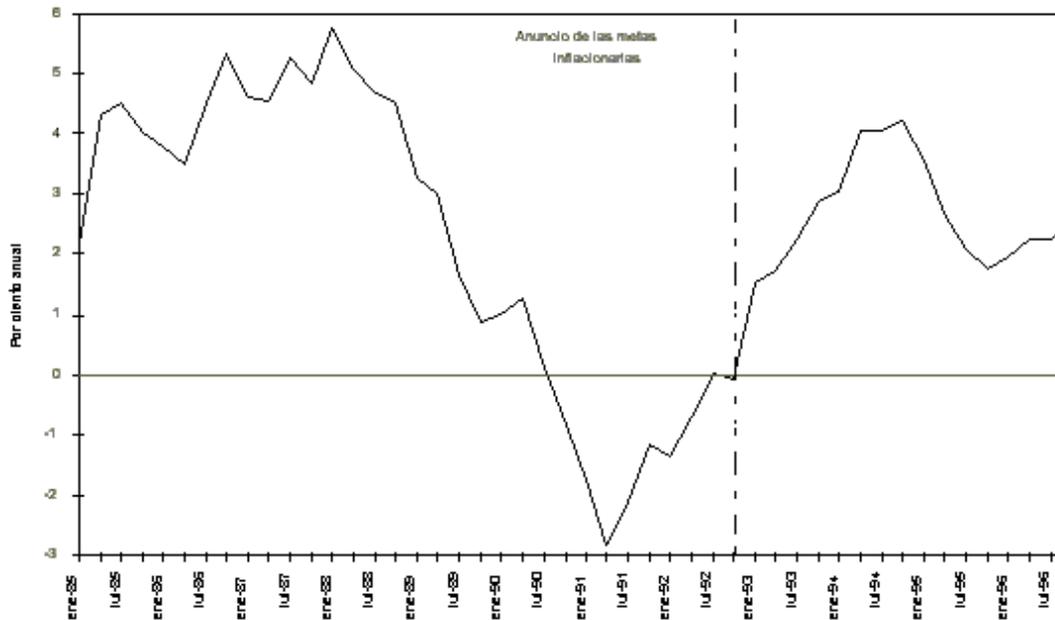
Nota: Inflación medida como el cambio porcentual con respecto al mismo mes del año anterior.

Gráfica 11
Tasas de Interés
(Inglaterra)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 12
Crecimiento del PIB
(Inglaterra)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

III.4 Finlandia

El Banco de Finlandia introdujo una estrategia de metas inflacionarias explícitas en febrero de 1993, en un intento por establecer a la política monetaria como ancla nominal, ya que a raíz de que el markka se puso a flotar a finales de 1992 el tipo de cambio dejó de ejercer esa función. En marzo de ese mismo año, con el anuncio de un nuevo programa de reducción del gasto, el gobierno se comprometió también con las metas anunciadas por el Banco Central.

III.4.1 Situación Previa

El periodo anterior a la introducción de las metas inflacionarias por parte del Banco de Finlandia se caracterizó por mercados financieros inestables y un difícil entorno económico. A mediados de 1989, la actividad económica en Finlandia comenzó a desacelerarse, y entró en una fase recesiva en el segundo semestre de 1990. La atonía en la actividad económica perduró hasta mediados de 1993 (ver gráfica 16).

La inflación medida por el índice de precios al consumidor alcanzó su nivel más alto de los últimos 10 años (aproximadamente 7.5 por ciento) a principios de 1990. A partir de entonces, por efecto de la contracción de la actividad económica, se observa una reducción continua en el crecimiento de los precios (ver gráfica 14).

En otoño de 1991 se dieron fuertes presiones sobre el markka, y en noviembre de 1991 la moneda se devaluó 12 por ciento contra el *ECU*. Las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, lo cual repercutió negativamente sobre la economía. La precaria situación económica continuó durante 1992. Por efecto de la contracción de la economía y la caída en el precio de los activos, los bancos sufrieron pérdidas y requirieron de apoyo gubernamental. El producto decreció, el déficit gubernamental fue cada vez mayor y las salidas de capitales continuaron.

El 8 de septiembre de 1992 Finlandia abandonó el régimen cambiario de bandas y el markka comenzó a flotar. El Banco de Finlandia declaró que el objetivo principal de la política monetaria seguiría siendo la estabilidad de precios, pero no se introdujo ningún objetivo intermedio que sustituyera al tipo de cambio como ancla nominal que permitiera atar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. A pesar de que a mediados de octubre se instrumentaron una serie de medidas para disminuir el gasto público, en los meses siguientes el tipo de cambio continuó depreciándose significativamente y las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, ya que existía mucha incertidumbre sobre la determinación de la política monetaria (ver gráfica 13).

A raíz de la confusión prevaleciente en los mercados financieros, y ante la inminente necesidad de proveer a la economía de un ancla nominal, el 2 de febrero de 1993 el Banco de Finlandia estableció metas inflacionarias. Con esta medida se buscaba estabilizar los mercados y propiciar que las tasas de interés disminuyeran rápidamente. Resulta importante enfatizar que Finlandia no sufría de inflaciones altas y crecientes ya que durante 1992 la inflación había permanecido alrededor de 2.5 por ciento y, como se mencionó anteriormente, desde principios de 1990 venía decreciendo continuamente. Sin embargo, la incertidumbre existente contribuía a generar expectativas inflacionarias que era necesario controlar.

III.4.2 Establecimiento de las Metas Inflacionarias

En febrero de 1993 el Banco de Finlandia anunció que su meta inflacionaria consistía en estabilizar la tasa de inflación en forma permanente en un nivel de 2 por ciento anual para 1995 (ver gráfica 14). La meta se anunció en forma puntual y no como un rango, debido a que se consideró que esta especificación representaba una mejor guía para la formación de expectativas. En particular se argumentaba que, dadas las expectativas inflacionarias al momento de anunciar la meta, el límite superior de cualquier intervalo sería considerado como la verdadera meta.

A diferencia de otros bancos centrales, el Banco de Finlandia definió su meta directamente en términos de un indicador de la inflación subyacente. Este indicador se calcula eliminando el efecto de los impuestos indirectos, precios de la vivienda, y los pagos de intereses hipotecarios, del índice de precios al consumidor. La decisión de escoger este índice se basó en un intento del Banco Central por asociar más claramente los movimientos del índice de precios con las acciones de la autoridad monetaria. Este índice se publica mensualmente por el organismo "Statistics of Finland".

A partir de finales de marzo de 1993, con el anuncio de un nuevo programa de reducción del gasto, el gobierno se comprometió con la meta anunciada por el Banco Central.

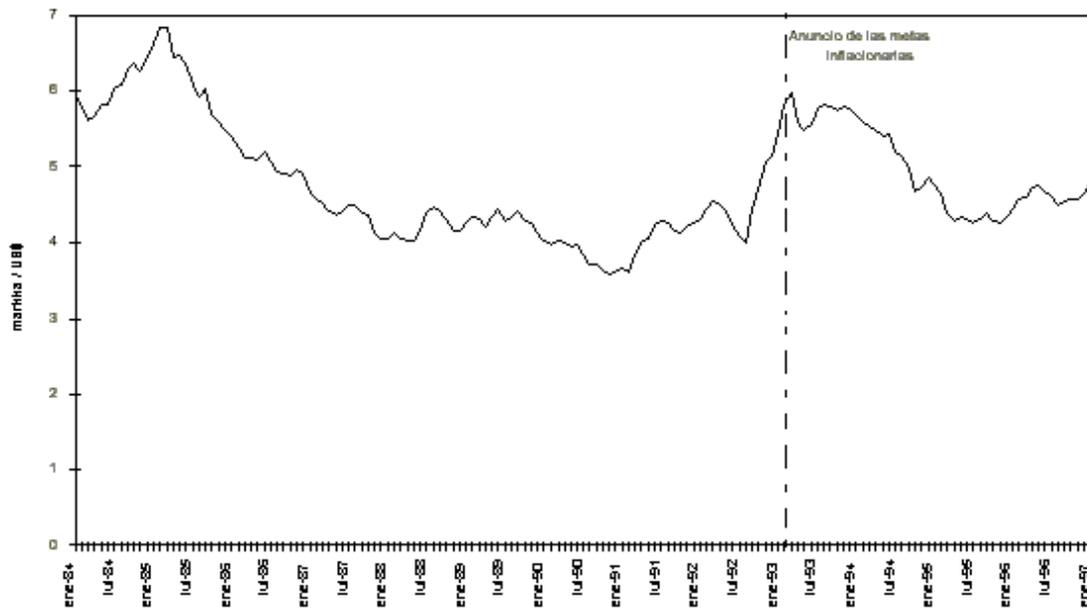
III.4.3 Evolución Posterior

En un principio, el anuncio de las metas inflacionarias no modificó las expectativas de inflación ni tampoco aumentó la credibilidad, ya que las metas no se percibieron como realistas entre el público. La caída en la inflación que se

había observado, era un fenómeno que se venía experimentando desde 1990 y se debía a la recesión en que estaba sumergida Finlandia (ver gráficas 14 y 16). Sin embargo, a mediados de 1993 la inflación comenzó a descender, situándose en julio de 1994 por debajo del 0.5 por ciento, ante una situación más favorable de crecimiento económico. Aunque para mediados de 1994 y hasta mediados de 1995 la inflación tuvo un repunte que la situó aproximadamente en 1.8 por ciento, a partir de julio de 1995 ésta ha permanecido por abajo del 1 por ciento (ver gráfica 14).

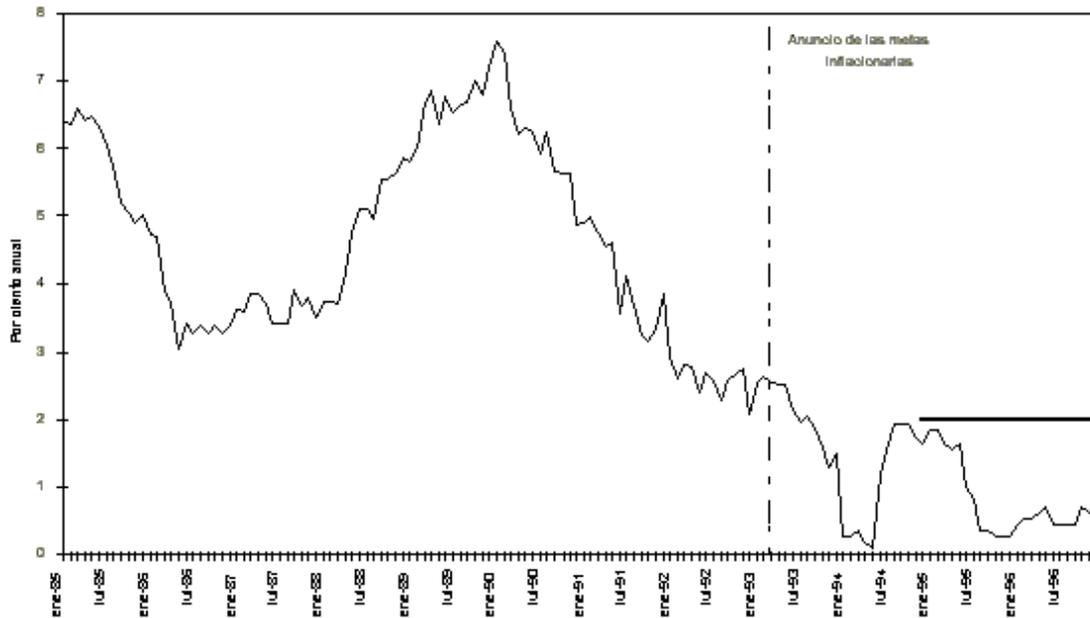
Por otro lado, para enero de 1994 las tasas de interés habían disminuido 4 puntos porcentuales del nivel que tenían en febrero de 1993. Ante el repunte de la inflación durante 1994 y 1995, las tasas de interés oscilaron alrededor del 6 por ciento. Finalmente, después de la reducción de la inflación a partir de julio de 1995, las tasas de interés descendieron, situándose en un nivel de 4 por ciento en julio de 1996 (ver gráfica 15). A juzgar por la reducción de las tasas de interés y el hecho de que la inflación se ha mantenido por debajo de la meta anunciada en un contexto de crecimiento económico, se puede concluir que la estrategia de metas de inflación ha sido exitosa.

Gráfica 13
Tipo de Cambio
(Finlandia)



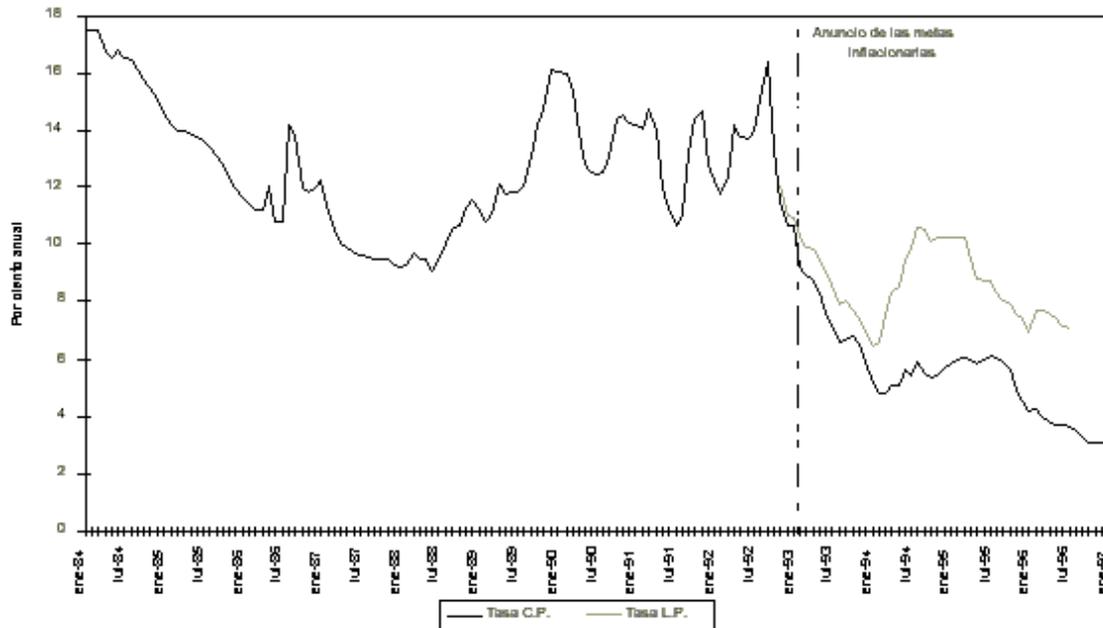
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 14
Inflación y Metas
(Finlandia)



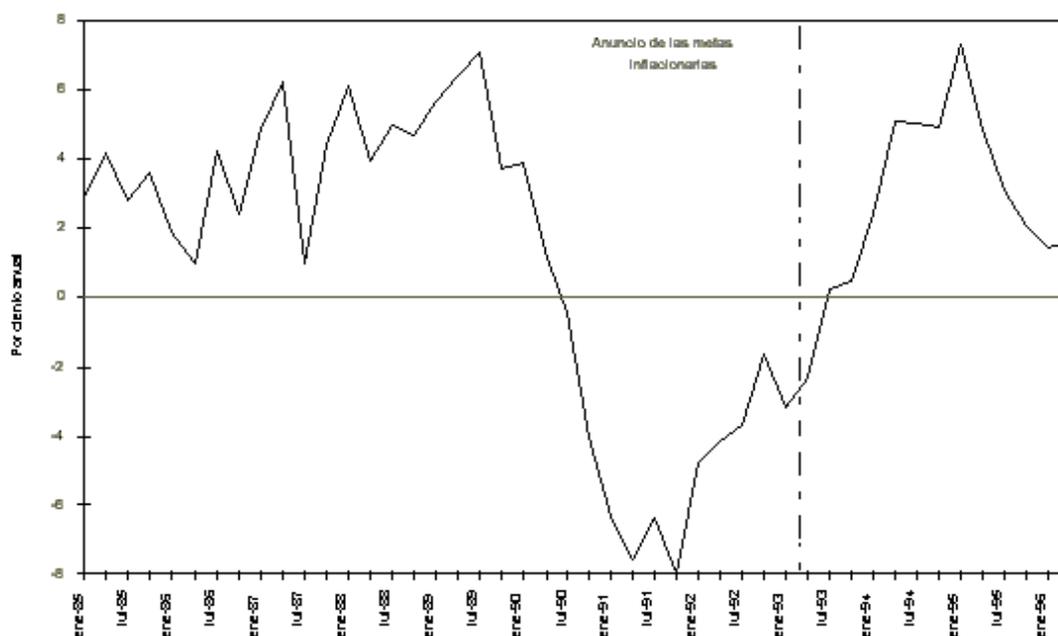
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 15
Tasas de Interés
(Finlandia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 16
Crecimiento del PIB
(Finlandia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

III.5 Suecia

En 1992, las tensiones cambiarias enfrentadas por la krona forzaron al Riksbank a pasar de un régimen de bandas a uno de libre flotación (ver gráfica 17). Debido a la necesidad de una nueva referencia para la instrumentación de la política monetaria, a principios de 1993 se plantearon objetivos para la tasa de inflación.

III.5.1 Situación Previa

Durante la segunda mitad de los años ochenta la economía sueca mantuvo una tasa de crecimiento anual media de aproximadamente 2 por ciento. En el primer trimestre de 1990, la actividad económica entró en una fase descendente que para el primer trimestre de 1991 ya se había transformado en recesión (ver gráfica 20). Por otro lado, la inflación anual, que de un nivel de 8 por ciento a principios de 1985 se había ubicado entre 3 y 4 por ciento para mediados de 1987, comenzó un periodo de incrementos continuos, hasta llegar a su nivel máximo de aproximadamente 12.5 por ciento en febrero de 1991. A partir de entonces, y probablemente por los efectos de la recesión, la inflación experimentó un reducción brusca, ubicándose en aproximadamente 2 por ciento anual de enero a noviembre de 1992. Sin embargo, debido a la depreciación de la krona, a finales de ese mismo año la inflación aumentó a casi 5 por ciento anual (ver gráfica 18).

Por más de sesenta años, la krona siguió un régimen de tipo de cambio fijo o semifijo dentro de una banda estrecha, inicialmente con respecto a una canasta compuesta por las monedas de sus quince principales socios comerciales, y después de mayo de 1991 con respecto al ECU. A partir de 1989, la krona sufrió varios ataques especulativos que el Riksbank enfrentó sin devaluar. La krona sufrió un ataque más el 19 de noviembre de 1992, el cual finalmente hizo inevitable la flotación de la moneda (ver gráfica 17). Ante esta circunstancia, y con la finalidad de poder orientar más cabalmente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, las autoridades optaron por establecer objetivos para la tasa de inflación.

El 15 de enero de 1993, el Riksbank propuso como objetivo de política monetaria mantener el crecimiento anual del índice de precios al consumidor en 2 por ciento anual con un intervalo de tolerancia de +/- 1 punto porcentual para

1995 y los años subsecuentes (ver gráfica 18). En aquel momento se dejaron indeterminados los aspectos estratégicos para la consecución de esta meta, ya que aún estaban presentes los problemas estructurales que habían contribuido a la inestabilidad cambiaria y se consideraba que la evolución del tipo de cambio era un factor preponderante en la determinación de la inflación.

A partir de la flotación de la krona y sin una reputación anti-inflacionaria previa, las autoridades monetarias suecas se plantearon como objetivo desarrollar una política monetaria dotada de credibilidad propia que reforzara los aspectos de transparencia y congruencia de las medidas económicas. Para alcanzar estos objetivos, se procedió por una parte a anunciar la nueva estrategia monetaria, y adicionalmente, se formó una campaña publicitaria para darle relevancia a cuestiones tales como el grado de independencia del Banco Central y la coherencia entre las políticas monetaria y fiscal (dentro de un plan previo de consolidación fiscal).

Los aspectos operativos de la estrategia se fueron definiendo en forma paulatina. De ahí que el cambio de estrategia de la política monetaria y su presentación formal no tuviera el mismo impacto en Suecia que en el resto de los países analizados. Ello responde a un menor grado de estructuración de la estrategia y el impacto desfavorable sobre la credibilidad de las autoridades que dicha actitud causó.

El anuncio del seguimiento de metas sobre la inflación y la necesidad de disponer de cierta guía para la toma de decisiones de política monetaria, impulsaron la realización de un análisis de mayor profundidad de un conjunto de indicadores, entre los cuales reciben atención especial el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo.

Actualmente, el Riksbank publica tres veces al año un reporte sobre la inflación llamado "Inflation and Inflationary Expectations in Sweden". Sin embargo, el responsable de dicho documento es el departamento de economía del Banco Central y no el Gobernador o la junta de dicha institución; además, no se incluye el pronóstico oficial de la inflación del Banco Central en forma explícita, tal como sucede en otros países.

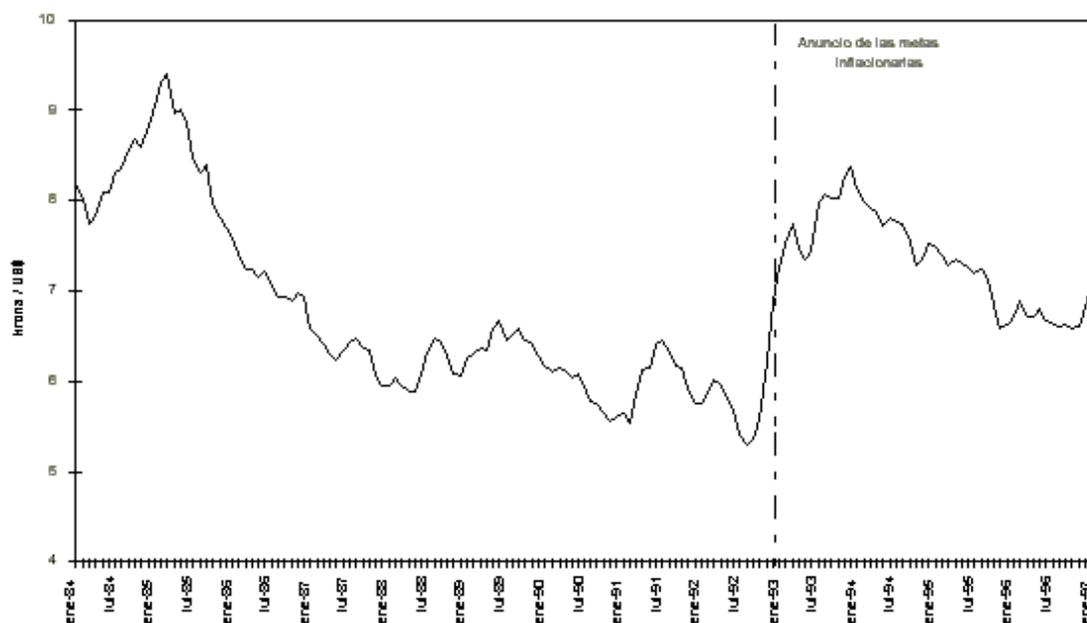
La junta de gobierno del Riksbank está formada por ocho miembros, siete de los cuales, incluyendo al Presidente de la junta, son elegidos por el Parlamento para un término igual al de dicho Parlamento (entre tres y cuatro años). A su vez, los siete miembros eligen al Gobernador del Banco Central por un periodo de cinco años. Lo anterior trae consigo que el Gobernador no sea el Presidente de la junta y no tenga el voto decisivo. Por otra parte, este tipo de organización representa un problema, en el sentido de que pueden darse cambios drásticos en la política monetaria al haber cambio de gobierno, lo que se vuelve aún más grave cuando existen diversas opiniones respecto a la política monetaria que debería instrumentarse. Estos factores le han restado credibilidad a la estrategia monetaria adoptada.

III.5.3 Evolución Posterior

Durante 1993, debido a que la krona continuó depreciándose, la inflación se mantuvo en niveles cercanos al 5 por ciento anual. Asimismo, el producto continuó decreciendo pero a una tasa cada vez menor. Para el tercer trimestre de 1993 la economía sueca comenzó a recuperarse, tendencia que se ha sostenido hasta 1996 (ver gráfica 20). A pesar de que en un principio se cuestionó seriamente el éxito de las metas inflacionarias, debido tanto a la falta de coordinación de las políticas del gobierno y del Banco Central, como a la falta de claridad y definición de las metas, la inflación se ha mantenido dentro del rango establecido desde 1994, y a partir de abril de 1996 ésta ha estado por debajo de dicho rango (ver gráfica 18).

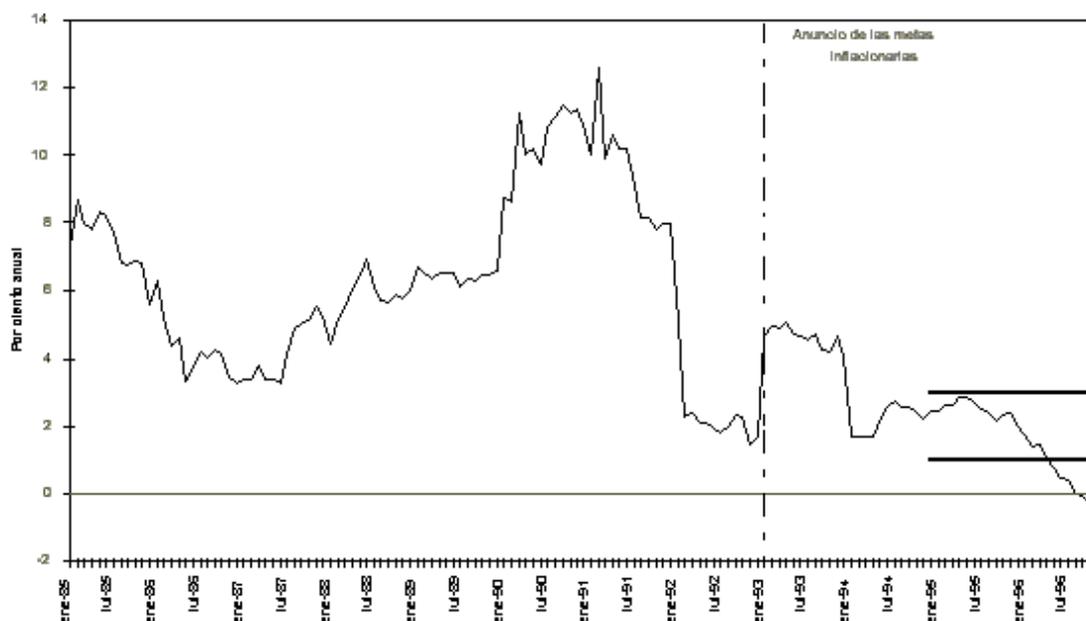
Después del anuncio de la meta en enero de 1993, las tasas de interés de corto y largo plazo mostraron una tendencia a la baja. Aunque a partir de marzo de 1994 las tasas de interés nominales de largo plazo comenzaron a aumentar, superando a principios de 1995 el nivel que tenían al momento del primer anuncio de objetivos de inflación, las tasas de interés reales han permanecido relativamente estables. Las tasas de interés nominales de corto plazo tuvieron un comportamiento similar, aunque a partir de 1996 las tasas de interés de corto plazo han disminuido hasta ubicarse en un nivel cercano al 5 por ciento en junio de ese año (ver gráfica 19). Esta combinación de menor inflación y menores tasas de interés puede considerarse como evidencia de que la estrategia de metas de inflación para el caso de Suecia también ha resultado satisfactoria.

Gráfica 17
Tipo de Cambio
(Suecia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

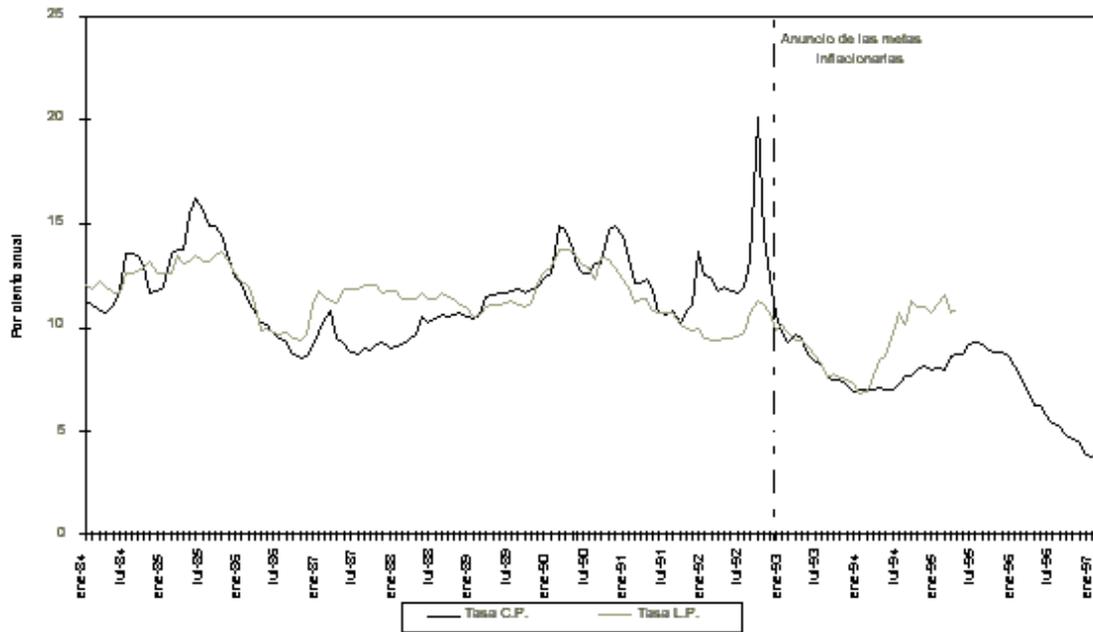
Gráfica 18
Inflación y Metas
(Suecia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Nota: Inflación medida como el cambio porcentual con respecto al mismo mes del año anterior del índice de precios al consumidor.

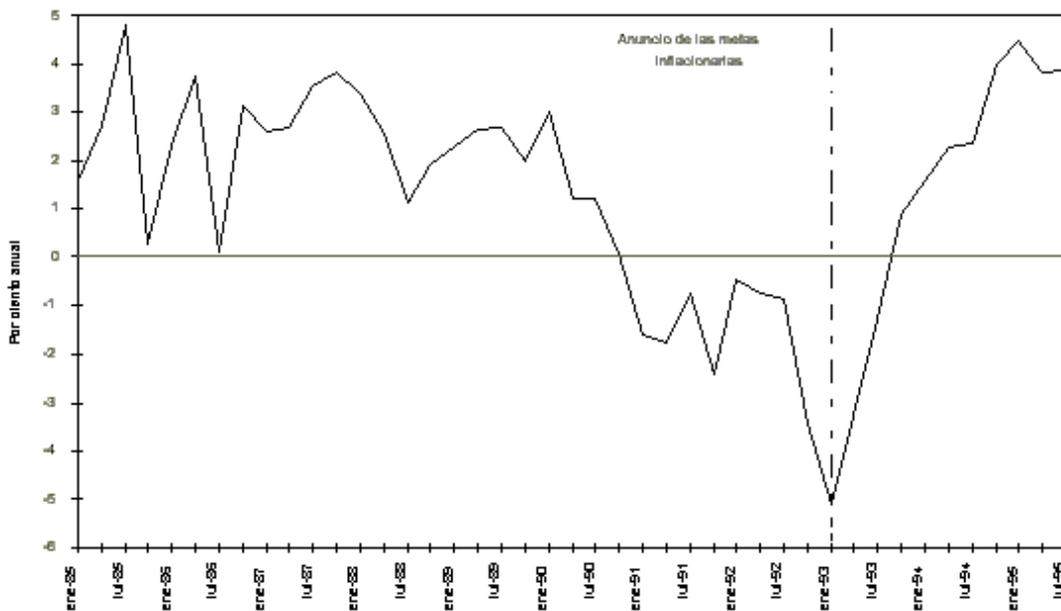
Gráfica 19
Tasas de interés
(Suecia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Nota: Datos de la tasa de interés de largo plazo no disponibles a partir de mayo de 1995.

Gráfica 20
Crecimiento del PIB
(Suecia)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

III.6 España

En 1995 el Banco de España decidió adoptar formalmente un esquema de objetivos de inflación. Aunado a este cambio en la conducción de la política monetaria, se anunció que las acciones de dicha política se orientarían al abatimiento de la inflación. En específico se anunció un objetivo explícito de inflación menor al 3 por ciento anual para finales de 1997.

La adopción de objetivos de inflación en España obedeció fundamentalmente a dos razones: a) la relación entre los agregados monetarios y el objetivo final de disminución de la inflación era cada vez menos estable, y b) el mecanismo de metas de inflación resultaba más congruente con el objetivo primordial de procurar la estabilidad de precios.

III.6.1 Situación Previa

España es un país que, salvo en 1992 y 1993, durante los últimos años ha mantenido tasas de crecimiento superiores al 2 por ciento anual (ver gráfica 24). Asimismo, desde 1978 ha logrado que la inflación presente una tendencia decreciente y desde 1985 ésta no ha superado el 10 por ciento anual (ver gráfica 22).

A lo largo de los años, el Banco de España ha tenido como objetivo primordial la estabilidad de precios. Para ello, desde finales de la década de los años setenta el Banco Central estableció un esquema de política monetaria que funcionaba en dos etapas. En la primera etapa, se establecían objetivos intermedios sobre un agregado monetario amplio (M3) que eran congruentes con objetivos finales sobre el crecimiento del nivel de precios y del PIB real (ya que existía una estrecha relación entre el agregado y los objetivos finales). En la segunda etapa, se buscaba controlar la evolución de dicho agregado mediante una variable instrumental (activos de caja del sistema bancario) que, a su vez, tenía una estrecha relación con el objetivo intermedio.

Como se mencionó anteriormente, en sus inicios el esquema resultó efectivo y las reducciones en la tasa de inflación fueron considerables (de 25 por ciento en 1979 a menos del 10 por ciento en 1985). Sin embargo, como consecuencia de los procesos de innovación financiera ocurridos a principios de los años ochenta, la relación entre M3 y los objetivos finales se fue deteriorando. Esto último condujo a que en 1984 se adoptara un nuevo objetivo intermedio al que se le denominó ALP (activos líquidos en poder del público), que le incorporaba a M3 una gama de activos financieros líquidos. Si bien este agregado monetario mantuvo una relación estable con los objetivos finales, la naturaleza de los activos que lo componían hizo más difícil su control mediante la variable instrumental señalada con anterioridad. Es por esto que también se sustituyó a esta última variable por la tasa de interés de corto plazo.

A partir de 1984, el Banco de España comenzó a darle mayor importancia a la evolución del tipo de cambio para la ejecución de la política monetaria. En un principio se utilizó un índice de la posición efectiva nominal de la moneda nacional frente a la de los países industrializados. Posteriormente en 1988, este índice fue sustituido por la cotización de la peseta frente al marco alemán.

La integración de España al mercado europeo en 1986 se reflejó en entradas masivas de capital. Estos flujos de capital ejercieron una fuerte presión hacia la apreciación real de la peseta. Con el objeto de evitar dicha apreciación, el Banco de España realizó cuantiosas intervenciones en el mercado de cambios, las cuales al ser esterilizadas, redundaron en mayores inlfujos de capital. Esta secuencia de eventos dificultaba el control monetario del Banco Central y en específico la consecución del objetivo intermedio de la política monetaria.

Para 1987 la situación descrita se volvió más compleja. El Banco de España estableció controles a las entradas de capital con el objeto de mantener el control monetario. No obstante, la inflación repuntó de un nivel de 4 por ciento anual a mediados de 1988 a un nivel de 7 por ciento hacia mediados de 1989 (ver gráfica 22). En ese entonces, la política monetaria española operaba como si se tuviera al tipo de cambio como ancla nominal. Sin embargo, no existía un compromiso explícito sobre esta variable de manera que las autoridades carecían de las ventajas en términos de la formación de expectativas que trae consigo un anuncio formal del sostenimiento del tipo de cambio. Por ello, en 1989 las autoridades españolas decidieron formalizar explícitamente dicho compromiso con el ingreso de la peseta al Mecanismo Europeo de Paridades Cambiarias.

La peseta se incorporó al esquema mencionado con una banda de fluctuación de +/- 6 por ciento, a la vez que se optó por la elevación del coeficiente de caja (encaje legal) y por el aumento de un punto porcentual de la tasa de interés de intervención del Banco de España en el mercado de dinero. Por su parte, se anunció un programa fiscal que contemplaba alcanzar un equilibrio presupuestal para finales de 1992. Como resultado de las medidas señaladas, a partir de finales de 1989 y hasta 1992, la inflación retomó su tendencia decreciente (ver gráfica 22). En el entorno descrito, la instrumentación de la política monetaria se concentró en controlar la liquidez con el objeto de que ésta fuera congruente con la inflación esperada y con el régimen cambiario vigente.

En 1992 España entró en un ciclo descendente de la actividad económica (ver gráfica 24). Por su parte, la peseta, al igual que otras divisas sufrieron ajustes importantes en sus paridades. En agosto de 1993 la banda de flotación de la peseta se amplió a +/-15 por ciento; sin embargo, este mayor margen de fluctuación propició que la peseta fuera perdiendo credibilidad como ancla nominal. Asimismo, en dicho año se convocaron elecciones anticipadas aumentando la incertidumbre en la política monetaria y complicando aún más la situación por la que atravesaba la

economía.

Por otra parte, desde 1992 se venía observando que el agregado ALP crecía a tasas que no podían ser explicadas satisfactoriamente por las ecuaciones de demanda en uso. Aparentemente, la estabilidad de la relación entre el ALP y el gasto nominal se estaba deteriorando, lo cual comprometía seriamente la credibilidad de la política monetaria. Ante esta situación se juzgaba necesario encontrar un mecanismo de control monetario enfocado a la estabilidad de precios que permitiera restaurar la confianza y sirviera de guía a las expectativas inflacionarias sin necesidad de recurrir a un nivel predeterminado del tipo de cambio. El mecanismo adoptado fue uno caracterizado por la fijación de objetivos explícitos para la tasa de inflación.

III.6.2 Establecimiento de las Metas Inflacionarias

En enero de 1995 se estableció como objetivo principal de la política monetaria la estabilidad de precios en el mediano plazo. En específico, este objetivo se definió como un nivel de inflación menor al 3 por ciento para 1997. Si bien no se especificaron objetivos multianuales para la tasa de inflación, se definió una "ventana" (referencia) para el primer trimestre de 1996. Esta "ventana" se anunció con el objeto de otorgar una referencia de corto plazo acerca de la evolución de la inflación. De esta manera se indicó que si la inflación se ubicaba entre 3.5 y 4 por ciento anual en el primer trimestre de 1996, el objetivo de mediano plazo podría ser alcanzado.

Para evaluar las presiones inflacionarias, el Banco de España utiliza una gama de indicadores que incluyen, entre otros, al índice de precios al consumidor y sus diversos componentes, al índice de precios al productor, a los precios de los productos agrícolas, y a los índices de valores unitarios del comercio exterior. Por otro lado se le da seguimiento a variables que son parte fundamental del proceso inflacionario tales como a las negociaciones salariales, los costos unitarios de la mano de obra, los márgenes corporativos y variables de presión de demanda, de capacidad utilizada y de política monetaria. Entre estas últimas, los agregados monetarios mantienen un papel preponderante para la conducción de la política, y entre ellos, el ALP sigue siendo considerado como el indicador más importante.

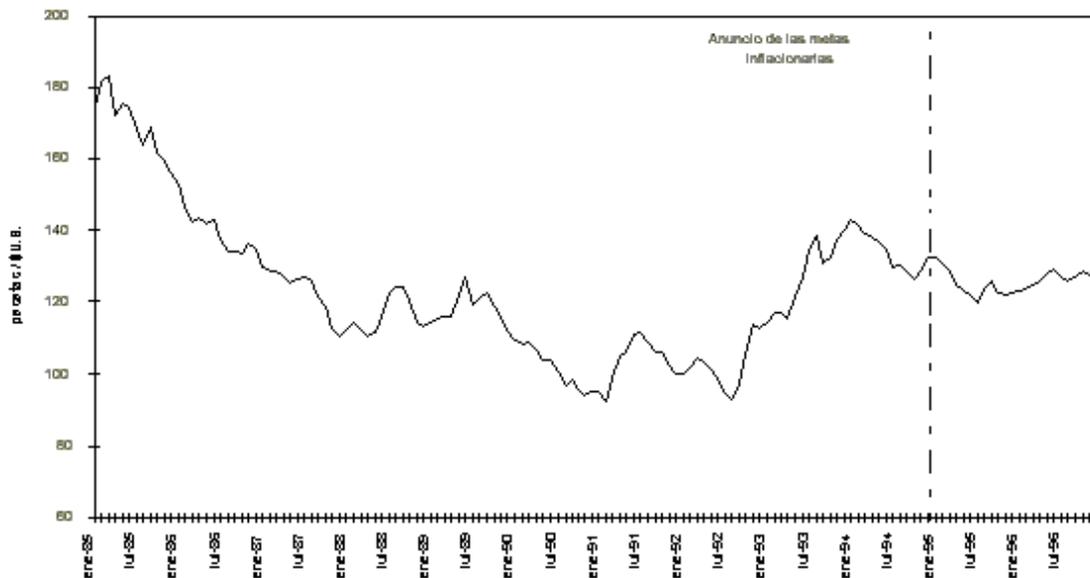
Por último, las autoridades monetarias le dan un seguimiento muy estrecho a la evolución del tipo de cambio debido a que éste mantiene una relación directa e inmediata con el índice de precios. Aunque no existe ningún compromiso sobre un nivel específico, la evolución del tipo de cambio se mantiene dentro de los límites impuestos por el ERM.

III.6.3 Evolución Posterior

Después de un incremento de la inflación a principios de 1995, atribuido primordialmente al efecto del aumento en los impuestos indirectos, la inflación retomó una tendencia decreciente a partir del segundo trimestre de 1995 para situarse en el primer trimestre de 1996 dentro de la referencia (ventana) de corto plazo. Las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo presentaron un comportamiento similar, lo que resulta indicativo de que las expectativas reaccionaron favorablemente al nuevo esquema (ver gráficas 22 y 23).

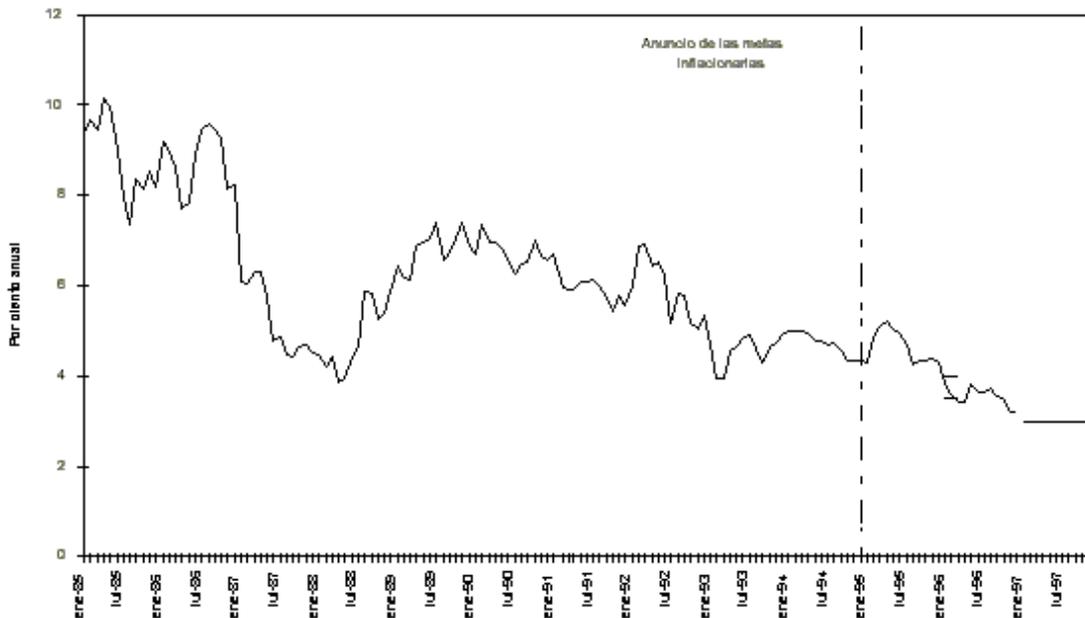
No obstante que la información disponible sobre la efectividad de las metas inflacionarias en España es escasa dado lo reciente de la adopción del esquema, los resultados preliminares son satisfactorios.

Gráfica 21
Tipo de Cambio
(España)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 22
Inflación y Metas
(España)

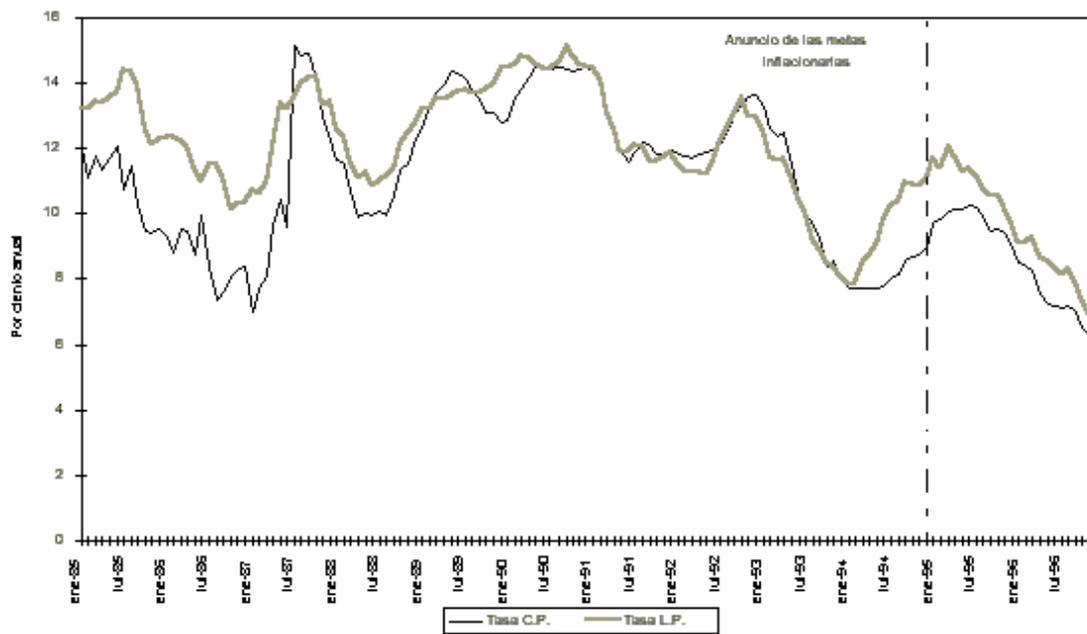


Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Nota: Inflación medida como el cambio porcentual con respecto al mismo mes del año anterior del índice de precios al consumidor.

Gráfica 23
Tasas de interés

(España)

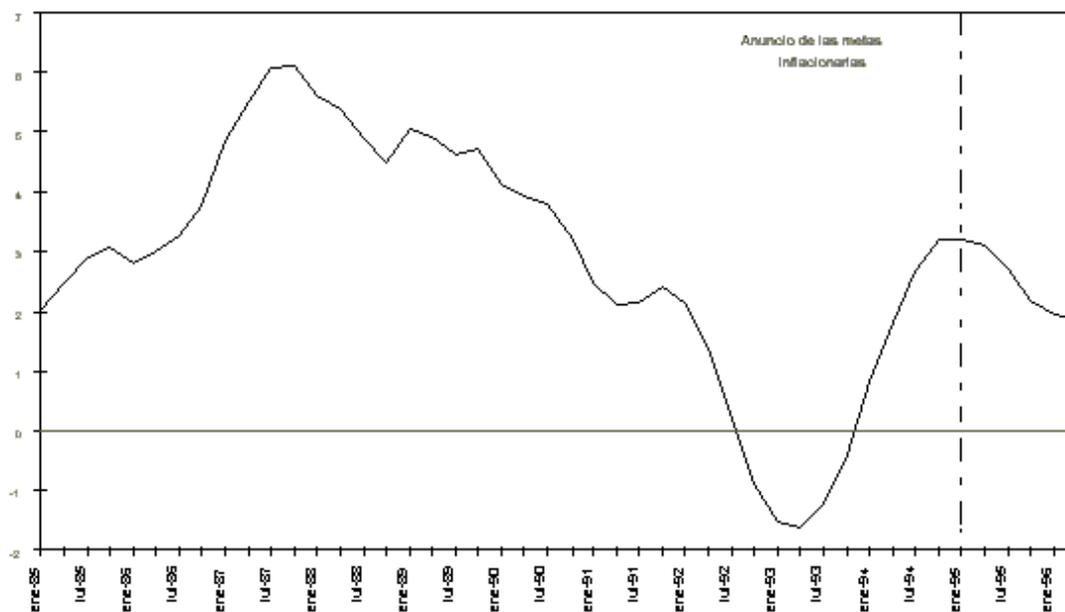


Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfica 24

Crecimiento del PIB

(España)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

III.7 Cuadro Resumen de la Experiencia Internacional con Metas Inflacionarias

	Nueva Zelanda	Canadá	Inglaterra	Finlandia	España	Suecia
Primer Anuncio de la meta	Marzo 1990	Febrero 1991	Octubre 1992	Febrero 1993	Febrero 1995	Febrero 1993
Inflación al anunciar la meta	7.03%	6.2%	3.55%	2.64%	7.2%	4.7%
Definición de la Meta	<ul style="list-style-type: none"> 0%- 2% para diciembre de 1992 Se fijaron bandas a partir de diciembre de 1990 como objetivos intermedios 	<ul style="list-style-type: none"> 3% para finales de 1992 2.5% para mediados de 1994. 2% para finales de 1995. Con una banda de +/- 1% 	<ul style="list-style-type: none"> 1%- 4% en el corto plazo 1%- 2.5% en el mediano plazo. Menor a 2% en el largo plazo. No se da referencia a un punto central. 	<ul style="list-style-type: none"> 2% a partir de 1995 	<ul style="list-style-type: none"> Menor a 3% para finales de 1997 Una "ventana de referencia" de 3.5 - 4% para el primer trimestre de 1996. 	<ul style="list-style-type: none"> 2% a partir de 1995 Con una banda de +/- 1%
Forma del Anuncio	Conjunto, dado por el Gobernador del Banco Central y el Ministro de Finanzas	Conjunto, dado por el Gobernador del Banco Central y el Ministro de Hacienda	Dado sólo por el Gobierno (Banco Central no es independiente)	Dado sólo por el Banco Central. A partir de marzo de 1993 el Gobierno también se compromete	Dado sólo por el Banco Central	Dado sólo por el Banco Central
Índice de Precios Objetivo	IPC	IPC	IPC excluyendo costos hipotecarios.	Índice Operativo Interno.	IPC	IPC
Índice Operativo Interno	Índice subyacente que excluye cambios en el IVA, precios de energía, vivienda y costos hipotecarios.	Índice subyacente que excluye precios de alimentos y de energía e impuestos indirectos	Índice subyacente que excluye costos hipotecarios e impuestos indirectos	Índice subyacente que excluye impuestos indirectos, precios de la vivienda y costos hipotecarios.		Índice subyacente que excluye precios del petróleo, costos hipotecarios e impuestos indirectos.
Evoluciones por las que se justifica un desvío de la meta	Cambios en los términos de intercambio en el IVA en impuestos indirectos y en las tasas de interés o desastres naturales.	Tm cambio de gran magnitud en los precios del petróleo en impuestos indirectos o un desastre natural				

IV. Elementos a Considerar en el Establecimiento de Metas Inflacionarias

La experiencia de los países que han adoptado metas inflacionarias explícitas arroja resultados interesantes que merecen un análisis detallado. Más aún, la experiencia de estos países permite definir algunos elementos que resultan esenciales para la determinación de la meta en sí misma, así como sobre diversos aspectos de su operatividad.

Entre estos elementos destacan los siguientes: a) la posibilidad de que el banco central esté sujeto a modificar la instrumentación de su política monetaria (su función de reacción); b) la coexistencia de la meta inflacionaria con un objetivo cuantitativo de algún agregado monetario; c) la elección de la autoridad que realiza el anuncio; d) la determinación del índice de precios más apropiado para definir las metas inflacionarias; e) la elección de una meta inflacionaria puntual o de un intervalo; f) la definición del horizonte de tiempo sobre el cual la meta es relevante; g) la necesidad de coordinación de la política del banco central con las acciones de otros grupos o entidades de la economía; h) las consideraciones sobre las revisiones o el abandono de las metas y; i) los requerimientos de información y difusión que acompañan el establecimiento de las metas. A continuación se analiza en detalle cada uno de estos elementos.

IV.1 Instrumentación de la Política Monetaria (Función de Reacción)

La instrumentación de la política monetaria en sí no tiene razón alguna para ser modificada ante el establecimiento de metas inflacionarias. Sin embargo, la credibilidad en la consecución de las metas dependerá de las acciones que tome el banco central para alcanzar su objetivo. Por ejemplo, si el banco central restringe su política monetaria al momento en que comienzan a observarse desviaciones de la inflación con respecto al objetivo planteado o, más aún, cuando se tengan indicios de presiones inflacionarias futuras, será mayor la credibilidad de dicha política como ancla eficiente. La evidencia empírica indica que los países que han tenido una experiencia más favorable con metas inflacionarias son aquellos en los cuales la política monetaria ha reaccionado más con base en los cambios esperados de la inflación (Inglaterra y Nueva Zelanda) que los que consideran tan sólo a la inflación observada. Es decir, los países que han optado por llevar a cabo una política monetaria con visión hacia el futuro y que han desarrollado instrumentos de decisión que incluyen las expectativas de inflación, indicadores adelantados de la economía u otro tipo de indicadores tales como índices de condiciones monetarias, han sido más exitosos en sus políticas y por consiguiente en el alcance de sus metas de inflación.

IV.2 Coexistencia con Objetivos Cuantitativos de Agregados Monetarios

Como se mencionó con anterioridad, la adopción de metas inflacionarias no necesariamente implica un cambio en la instrumentación de la política monetaria ni en los objetivos intermedios del banco central. Sin embargo, se requiere darle un énfasis preponderante a la consecución del objetivo inflacionario sobre cualquier otro objetivo, o sobre el alcance de una meta intermedia que la autoridad monetaria pudiera tener, tal como sería una meta cuantitativa sobre el crecimiento de algún agregado monetario. Por esta razón, los países que han adoptado metas inflacionarias explícitas han preferido abandonar los objetivos cuantitativos explícitos sobre los agregados monetarios.

Cabe señalar que Alemania e Italia son los únicos países en los que coexisten las metas inflacionarias con un objetivo cuantitativo del crecimiento de algún agregado monetario. No obstante, estos dos países han adoptado metas inflacionarias implícitas, lo cual significa que no existe un compromiso formal para alcanzar la meta de inflación. Por otra parte, aquellos países que han continuado estableciendo límites al crecimiento de algún agregado monetario, han seguido un enfoque más práctico en el que la instrumentación de la política monetaria en la actualidad descansa en el análisis de diversas variables y en el que desviaciones de la tasa de crecimiento del agregado monetario de su objetivo son estudiadas con cautela, más no como indicación inequívoca de un abandono de la meta o de un relajamiento de la política monetaria.

IV.3 Autoridad que Realiza el Anuncio

La experiencia internacional indica que en algunos países el anuncio sobre la meta inflacionaria es realizado por el gobierno, -sin ninguna participación del banco central (Inglaterra)-, de manera conjunta por parte del gobierno y del banco central (Nueva Zelanda, Canadá y Finlandia recientemente), o tan sólo por parte del banco central (España y Suecia). El que el gobierno realice el anuncio de manera unilateral refleja cierta dependencia del banco central del gobierno, lo cual le resta credibilidad y autonomía al instituto emisor. Por su parte, el que el banco central realice el anuncio en forma independiente del gobierno puede poner en duda la voluntad política de este último para coadyuvar a la consecución del objetivo inflacionario de la autoridad monetaria.

Por las consideraciones señaladas, se argumenta que el anuncio conjunto del gobierno y del banco central de las metas de inflación tiene mayor credibilidad y por consiguiente mayores posibilidades de alcanzarse exitosamente. La realización de un anuncio conjunto y el otorgamiento de la responsabilidad del alcance de la meta al banco central no sólo indica el compromiso de que el gobierno llevará a cabo políticas congruentes con el objetivo inflacionario del banco central, sino que también refuerza la independencia y la credibilidad del banco central. Más aún, este arreglo facilita la labor de "vigilante de la inflación" del banco central al poder ejercer presión sobre el gobierno para que éste lleve a cabo las políticas conducentes a la consecución del objetivo inflacionario conjuntamente planteado.

IV.4 Índice de Precios

Los diferentes países cuentan con distintas definiciones de índices de precios (precios al consumidor, deflactor del PIB, precios al productor, etc.). No obstante, es importante tener en mente que para que la meta inflacionaria sea transparente, visible y creíble, el índice de precios a considerar para la definición de la meta debe ser un índice conocido por los agentes económicos, que refleje satisfactoriamente la inflación de la economía, que se publique puntual y periódicamente, y que sólo en circunstancias muy especiales pueda tener revisiones.

La experiencia internacional indica que el índice de precios al consumidor (IPC) es el que ha sido utilizado más frecuentemente para definir las metas inflacionarias. Algunos bancos centrales (Nueva Zelanda, Canadá, Inglaterra y Finlandia) utilizan operativamente índices de precios que excluyen, según sea el caso, los efectos de los impuestos indirectos, los precios de energía, alimentos y vivienda, por considerar que algunos de estos precios no reflejan adecuadamente la tendencia inflacionaria o se encuentran sujetos a perturbaciones exógenas.

IV.5 Intervalos o Puntos Fijos

Una meta inflacionaria puede ser expresada como un nivel fijo o como un intervalo. A este respecto existen las siguientes consideraciones. Si bien es conocido que la política monetaria actúa con rezagos sobre el nivel de precios y que la inflación puede verse afectada por factores ajenos al control del banco central, resulta prácticamente imposible alcanzar con precisión un nivel dado. Por esta razón, los agentes económicos en ningún momento esperarán que el objetivo inflacionario se cumpla con exactitud, salvo como resultado de una mera coincidencia, de manera que mientras la inflación observada se encuentre "razonablemente" cerca del objetivo, la autoridad monetaria

mantendrá su credibilidad. No obstante lo anterior, la determinación de la desviación aceptable del objetivo inflacionario que mantenga la credibilidad en el banco central permanece sin definición.

Por su parte, el establecimiento de intervalos para la determinación de las metas inflacionarias implica la decisión de la anchura del intervalo. Un intervalo relativamente angosto puede propiciar que la inflación observada resulte fuera del intervalo, lo que redundaría en una pérdida de credibilidad en el banco central. Sin embargo, un intervalo relativamente amplio impedirá que las metas inflacionarias atenuen las expectativas de los agentes económicos. Por otra parte, el establecimiento de un intervalo podría enviar la señal de que el banco central se encuentra dispuesto a tolerar la inflación señalada por el límite superior del intervalo, lo que a su vez puede propiciar que las expectativas inflacionarias del público se determinen con base en el referido límite.

A partir de las consideraciones señaladas, la mayoría de los países que han optado por el establecimiento de metas inflacionarias han definido dichas metas en relación con intervalos. Nueva Zelandia, Canadá y Suecia han definido bandas de +/- 1 punto porcentual alrededor de la meta; Inglaterra, por su parte, en lugar de definir la meta como el punto medio de la banda, ha establecido rangos objetivo para la inflación futura. Por ejemplo, niveles inflacionarios del 1 al 4 por ciento en el corto plazo, de 1 a 2.5 por ciento en el mediano plazo y menor al 2 por ciento en el largo plazo. Por su parte, Finlandia establece sus metas con base en puntos fijos.

IV.6 Horizonte y Velocidad de Desinflación

La definición del horizonte sobre el que se establecen las metas inflacionarias y la velocidad de la desinflación dependen en gran medida de la coordinación existente entre las políticas fiscal y monetaria, así como de las condiciones prevalecientes en la economía. Aún en el caso de una autoridad monetaria independiente, confiable y con un objetivo único de controlar la inflación, en la determinación del horizonte y la velocidad de desinflación se deben considerar aspectos referentes a la situación particular por la que atraviesa la economía.

Por ejemplo, si con la finalidad de disminuir rápidamente el ritmo inflacionario el banco central llevara a cabo una política monetaria sumamente contraccionista, la dramática elevación de las tasas de interés que dicha política provocaría, podría reflejarse en una severa crisis financiera, la cual tarde o temprano tendría que ser enfrentada por el banco central en su función de prestamista de última instancia. Esta intervención de la autoridad monetaria representaría el abandono de la instrumentación de la restricción crediticia y por ende, el incumplimiento de las metas inflacionarias inicialmente planteadas. Es decir, un horizonte de desinflación ambicioso puede no resultar factible y por ende poco creíble para los agentes económicos.

Asimismo, la definición del horizonte de desinflación debe considerar las rigideces de la economía que se originan por la presencia de contratos de largo plazo. La existencia de estos contratos sugiere que el ajuste sea más gradual. Chada, Masson, y Meredith (1990) analizan los costos sobre la economía causados por el efecto de la velocidad de la desinflación en un modelo caracterizado por contratos salariales determinados con base en la inflación esperada. El resultado principal del modelo es que la pérdida del producto asociada con una disminución en la inflación es menor conforme el periodo de desinflación es mayor, y que el costo de la desinflación disminuye cuando la política anti-inflacionaria es anticipada por los agentes económicos.

Por otro lado, cabe señalar que una política de desinflación rápida puede tener un efecto favorable sobre las expectativas de los agentes económicos, los cuales al constatar la efectividad de las acciones del banco central se convencerán de la intención de la autoridad monetaria para disminuir la inflación, lo que a su vez propiciará una mayor velocidad en la disminución del crecimiento de los precios.

En términos generales, los países que han adoptado metas inflacionarias han partido de inflaciones relativamente bajas (menores al 5 por ciento anual), y sus horizontes de desinflación se extienden de dos a cuatro años. Es decir, partiendo de inflaciones cercanas al 5 por ciento, estos países han establecido metas inflacionarias multi-anales que pretenden llegar a una relativa estabilidad de precios (inflaciones anuales menores al 2 por ciento) en periodos que van de dos a cuatro años. Este ha sido el caso de Nueva Zelandia, Canadá, Inglaterra, Alemania, Finlandia y Suecia. Para estos países, el establecimiento de metas inflacionarias por varios años ha reforzado la credibilidad de que el objetivo de estabilidad de precios va más allá del corto plazo. España, por ejemplo, no sólo estableció metas para el mediano plazo, sino que además anunció "puntos de referencia" por los que se piensa que la inflación pueda pasar antes de alcanzar el objetivo inflacionario de mediano plazo. Cabe señalar que en la mayoría de estos países existe la posibilidad de que las metas puedan ser revisadas en el futuro. Por su parte, países con historiales inflacionarios menos favorables tales como Italia e Israel, han optado por establecer metas inflacionarias que no se extienden más allá de un año.

IV.7 Revisiones y Exclusiones de la Meta

En algunas circunstancias la inflación puede desviarse de su meta de manera inevitable en respuesta a choques no anticipados tanto de demanda como de oferta. En caso de juzgarse como un choque temporal, la mayoría de los bancos centrales ha optado por limitarse a informar al público de la desviación temporal de la meta y/o de la necesidad de realizar un ajuste en la postura de la política monetaria con la finalidad de alcanzar la meta inicialmente

planteada.

Cuando el evento se considera permanente, las autoridades monetarias han optado por revisar las metas inflacionarias. La experiencia internacional señala que las revisiones de las metas inflacionarias no han afectado la credibilidad. Más aún, al venir las revisiones acompañadas de explicaciones adecuadas por parte de la autoridad monetaria de las razones que justifican el ajuste de las metas, en muchos casos estas revisiones han reforzado la credibilidad.

Como se mencionó con anterioridad, la ocurrencia de choques exógenos que se reflejan en aumentos importantes en los precios de energía, petróleo, alimentos, materias primas o a través de impuestos indirectos, o términos de intercambio, entre otros, pueden tener un impacto directo sobre el índice de precios con base al cual se determinan las metas de inflación. Por esta razón, algunos bancos centrales han optado por determinar sus metas de inflación con base en índices de precios que excluyen, dentro de lo posible, la influencia de los factores exógenos referidos.

IV.8 Coordinación de Políticas

Para generar expectativas convincentes de reducción de la inflación, resulta necesario que las políticas monetaria, fiscal y salarial sean congruentes entre sí, y éstas a su vez con la reducción de la inflación. Por ejemplo, un déficit fiscal elevado o incrementos salariales desmedidos, pueden disminuir la credibilidad del público en cuanto a que la inflación será controlada. A este respecto, la coordinación del gobierno y del banco central, tanto en el anuncio de las metas como en la ejecución de sus políticas, resulta esencial para aumentar la credibilidad del compromiso anti-inflacionario. La presencia de un sector público con finanzas sanas y sólidas, y una adecuada regulación y supervisión bancaria, eliminan presiones sobre la conducción de la política monetaria, por lo que estas medidas favorecen una mayor credibilidad en la autonomía del banco central y por ende en la consecución de las metas establecidas.

IV.9 Campaña de Información Amplia y Oportuna

Los países que han resultado exitosos en la instrumentación de metas inflacionarias han realizado una política de difusión de información efectiva. Esta política se ha realizado mediante la publicación oportuna de reportes sobre la instrumentación de la política monetaria, la evolución de los precios y el cumplimiento de las metas de inflación. La difusión de información ha permitido la formación y el desarrollo de especialistas que le dan un seguimiento detallado a la ejecución de la política monetaria, lo cual a su vez ha redundado en mayor credibilidad en el banco central.

V. Conclusiones

Si bien las autoridades de los diferentes países, así como la corriente académica, han llegado al consenso de que la mejor contribución de los bancos centrales a la sociedad se da a través de la procuración de la estabilidad del nivel general de precios, aún existe discusión sobre la forma en la que los bancos centrales deben dar a conocer sus objetivos y el grado de compromiso que se les debe dar a éstos. Este artículo analiza el caso particular de la utilización de metas inflacionarias como instrumento de política monetaria que permite atar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

La justificación principal para la adopción de objetivos de inflación explícitos por parte de los bancos centrales radica en el hecho de que la experiencia de algunos países con el establecimiento de metas sobre objetivos intermedios, como pudiera ser la expansión de algún agregado monetario, no ha sido del todo satisfactoria. La innovación financiera o diversas regulaciones pueden tener efectos sobre el crecimiento de los agregados monetarios, sin que dicha expansión represente en sí la propagación de la inflación.

Las metas inflacionarias le permiten a los agentes económicos vigilar el comportamiento de la autoridad monetaria, a la vez que sirven de guía para la adecuada instrumentación de la política monetaria. Por otra parte, el establecimiento de metas inflacionarias le brinda al banco central la flexibilidad de utilizar las diferentes herramientas que tiene a su disposición para alcanzar la meta establecida. Esto último resulta de gran relevancia dado el contexto económico tan cambiante que enfrentan las autoridades. Más aún, las metas inflacionarias obligan al banco central a comprometerse a llevar a cabo políticas acordes con la consecución del objetivo inflacionario, por lo que si las metas se establecen por periodos que van más allá del corto plazo, éstas comprometen a la autoridad monetaria a instrumentar una política monetaria congruente con la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo. Estas consideraciones han resultado en la adopción de metas explícitas de inflación por parte de algunos bancos centrales.

Cabe señalar que conforme las metas inflacionarias se van cumpliendo, el banco central adquiere una mayor credibilidad, lo que le permite que las metas de inflación anunciadas se conviertan en el mejor pronóstico de la inflación. Esto redundará en que las acciones y los anuncios de la autoridad monetaria influyan sobre la formación de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, lo que a su vez favorece que la política monetaria se convierta en una efectiva ancla nominal de la economía.

En términos generales, la evidencia empírica sugiere que la utilización de metas inflacionarias ha permitido orientar adecuadamente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, particularmente en periodos en que por alguna razón el tipo de cambio ha dejado de ejercer su función como ancla nominal de la economía.

Referencias

Akerholm, J. and Brunila, A. (1995), "Inflation Targeting: The Finnish Experience", en Leiderman, L. and L.E.O. Svensson, *Inflation Targets*, CEPR, London.

Alesina, A. (1988), "Macroeconomics and Politics", *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MIT Press.

--, and L. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, May.

Ammer, J., and R.T. Freeman (1994), "Inflation Targeting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and the United Kingdom", *International Finance Discussion Papers* no. 473, Board of Governors of the Federal Reserve System, June.

Backus, D. and J. Driffill (1985), "Inflation and Reputation", *American Economic Review*, 75(3):530-538.

Ball, L. (1992), "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?", *Journal of Monetary Economics*, v29, n3, 371-88, June.

Barro, R. and D. Gordon (1983), "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12:101-122.

Baumgartner, J. and R. Ramaswamy (1996), "Inflation Targeting in the United Kingdom: Information Content of Financial and Monetary Variables", *Working Paper 96/44*, International Monetary Fund, May.

Bowen, A. (1995), "British Experience with Inflation Targeting", en Leiderman, L. and L.E.O. Svensson, *Inflation Targets*, CEPR, London.

Bruno, M. and W. R. Easterly (1994), "Inflation and Growth", The World Bank, unpublished manuscript.

Canzoneri, M. (1985), "Monetary Policy Games and the Role of Private Information", *American Economic Review*, 75(5):1056-1070.

Chadha, B., Masson. P. and G. Meredith (1991), "Models of Inflation and the Costs of Disinflation", *Working Paper 91/97*, International Monetary Fund, October.

Cukierman, A. (1992) *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge: MIT Press.

--, Webb, S.B. and B. Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *World Bank Economic Review*, September.

-- (1995), "Towards a Systematic Comparison Between Inflation Targets and Monetary Targets", en Leiderman, L. and L.E.O. Svensson, *Inflation Targets*, CEPR, London.

Dornbusch, R., and S. Fischer (1993), "Moderate Inflation", *The World Bank Economic Review*, January.

Fischer, A. M. (1993), "Inflation Targeting: The New Zealand and Canadian Cases", *The Cato Journal*, v13, n1, Spring-Summer.

--, (1995), "New Zealand's Experience with Inflation Targets", en Leiderman, L. and L.E.O. Svensson, *Inflation Targets*, CEPR, London.

Freedman, C., "The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation", en Leiderman, L. and L.E.O. Svensson, *Inflation Targets*, CEPR, London.

Friedman, B.M. and K.N. Kuttner (1996), "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

Goodhart, C. and J. Viñals (1994), "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes", (*Documento de Trabajo*) no. 9425, Banco de España.

Grilli, V., D. Masciandro, and G. Tabellini (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, October.

Huh, C. (1996), "Some Evidence on the Efficacy of the UK Inflation Targeting Regime: An Out-of-Sample Forecast Approach", *International Finance Discussion Papers*, no. 565, Board of Governors of the Federal Reserve System, September.

Kydland, F.E., and E.C. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85:473-92.

Lane, T.D., Prati, A. and M.E.L. Griffiths (1995), "An Inflation Targeting Framework for Italy", *Paper on Policy Analysis and Assessment* 95/4, International Monetary Fund, March.

Leiderman, L., Liviatan, N. and A. Thorne (1995), "Shifting Nominal Anchors: The Experience of Mexico", *Economía Mexicana*, vol. IV, núm. 2, México, segundo semestre.

--, and L.E.O. Svensson (1995), *Inflation Targets*, CEPR, London.

--, and G. Bufman (1995), "Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands", *Discussion Paper* 4-95, Tel Aviv University, November.

Melcón, C. (1994), "Estrategias de Política Monetaria Basadas en el Seguimiento Directo de Objetivos de Inflación: Las Experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia", *Documento de Trabajo* no. 9426, Banco de España.

Pindyck, R. S. and A. Solimano (1993), "Economic Instability and Aggregate Investment", *NBER Working Paper* no. 4380, June.

Rodrik, D. (1989), "Promises, Promises: Credible Policy Reform Via Signaling", *Economic Journal*, 99:756-772.

Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, November.

Svensson, L.E.O. (1995), "The Swedish Experience of an Inflation Target" en Leiderman, L. and L.E.O. Svensson, *Inflation Targets*, CEPR, London.

--, (1996), "Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts", unpublished manuscript.

--, (1996), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", unpublished manuscript.

Taylor, J. (1982), "Establishing Credibility: A Rational Expectations Viewpoint", *American Economic Review*, 72(2):81-85.

White, W.R. and F. Smets (1996), "From Inflation Reduction Targets to Price Stability: Experience and Prospects", Bank for International Settlements.