



Regímenes monetarios y metas inflacionarias explícitas

Enzo Croce y Mohsin S. Khan

La fijación de metas de inflación explícitas —un marco de política monetaria que compromete al banco central a lograr una baja tasa de inflación— ha sido una estrategia de gran éxito entre los países industriales que procuran mantener la estabilidad de los precios. Esta estrategia también podría resultar beneficiosa para los países en desarrollo pues fomenta la transparencia y obliga a los responsables de la política económica a profundizar las reformas.

RESPALDADOS POR la experiencia, tanto los teóricos como los responsables de la política económica concuerdan en que una alta tasa de inflación (y la gran variabilidad de precios relativos conexas) distorsionan las decisiones de los agentes privados en materia de inversión, ahorro y producción y, en última instancia, frenan el crecimiento económico. En los últimos 15 años, un número creciente de países ha otorgado independencia institucional al banco central, comprometiéndolo legalmente a orientar la política monetaria hacia la estabilidad de precios.

Discrecionalidad o reglas establecidas

Tras años de acelerada inflación, en la década de los noventa el mundo ingresó en un período de estabilidad de precios, no sólo en los países industriales, sino también en los países en desarrollo. Los bancos centrales contribuyeron a esta tendencia favorable al anunciar cada vez con mayor frecuencia el rumbo futuro de las variables nominales fundamentales como una forma de incidir en las expectativas inflacionarias. Estas metas intermedias *anunciadas* (o reglas) dan mayor credibilidad a la política al limitar los incentivos del banco central para incrementar temporalmente el producto mediante “choques inflacionarios”, lo cual podría crear un sesgo inflacionario. A nivel operativo, la importancia de estas metas intermedias es doble:

evitan que las conmociones internas o externas den lugar a una tasa de inflación permanentemente más alta, y hacen más concreto el compromiso a largo plazo con respecto a la estabilidad de precios. En suma, estas metas actúan como anclas nominales, al comprometer al banco central a implementar políticas coherentes y ofrecer, al mismo tiempo, un patrón transparente que permite al público evaluar la implementación de la política.

¿Metas explícitas para el tipo de cambio o para los agregados monetarios?

Tradicionalmente, la fijación de metas intermedias ha conllevado el anuncio previo de una norma cambiaria o alternativamente metas específicas para el agregado monetario. Con la regla cambiaria, la política monetaria se ve muy restringida, puesto que apunta únicamente al tipo de cambio, lo que limita la capacidad del banco central para reaccionar ante las conmociones internas o externas. En cambio, en los países con mecanismos cambiarios flexibles, los agregados monetarios pasan a ser las metas intermedias de la política monetaria. Este tipo de régimen se denomina comúnmente *fijación de metas monetarias explícitas*. De acuerdo con este sistema, el banco central utiliza sus instrumentos —por ejemplo, las tasas de interés— para controlar los agregados monetarios, que se consideran el principal factor determinante de la inflación a largo plazo. De este modo, el control de los

agregados monetarios equivaldría a estabilizar la tasa de inflación en torno al valor meta. Evidentemente, la posibilidad de que los agregados monetarios actúen efectivamente como metas intermedias depende de la estabilidad de su relación empírica con la variable meta (la tasa de inflación) y de su relación con los instrumentos de la política monetaria.

Si bien, tras el derrumbe del sistema de Bretton Woods a mediados de los setenta, la mayoría de los países en desarrollo adoptaron cierto mecanismo de fijación del tipo de cambio, dos tercios de esos países aplican actualmente mecanismos cambiarios más flexibles. Sin embargo, una serie de países en desarrollo y en transición siguen manteniendo tipos de cambio fijos o casi fijos, y algunas economías que registraron altas tasas de inflación (como Argentina, desde 1991, y Brasil, de 1994 a 1998) han fijado con éxito el tipo de cambio a fin de frenar rápidamente la inflación. Pese a ello, con la creciente integración de los mercados de capital mundiales, en los últimos 20 años, y la creciente inestabilidad de las corrientes de capital desde la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992, especialmente después de las más recientes crisis financieras de Asia y América Latina, las condiciones para mantener un sistema cambiario fijo se han vuelto mucho más rigurosas. En consecuencia, las economías en desarrollo y en transición que siguen manteniendo un tipo de cambio fijo como ancla nominal de la política monetaria son objeto de una creciente presión en pro de mecanismos más flexibles o, al otro extremo del espectro, a favor de los mecanismos de caja de conversión o la dolarización total.

Los países industriales —con la notable excepción de los países miembros del SME y sus acuerdos mutuos— han favorecido tradicionalmente mecanismos cambiarios más flexibles en la era post Bretton Woods; la mayoría optó por algún tipo de régimen de fijación de metas monetarias explícitas. Sin embargo, la experiencia recogida por los países en la aplicación de metas monetarias explícitas, durante los ochenta, no resultó satisfactoria. A medida que las instituciones financieras creaban sustitutos del dinero, la demanda de dinero se tornó cada vez más inestable, quedando en evidencia que, aunque hay una correlación importante a largo plazo entre el dinero y la inflación, su correlación a corto plazo es muy débil. En consecuencia, a comienzos de los noventa, varios países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos —primero, Nueva Zelandia; luego, Canadá, Israel, el Reino Unido, Australia, Finlandia, España y Suecia— adoptaron *metas de inflación explícitas* como estrategia para la conducción de la política monetaria.

Aspectos operativos de la estrategia de metas de inflación explícitas

La fijación de metas de inflación explícitas es un marco de política monetaria que compromete al banco central a lograr una baja tasa de inflación. El proceso habitualmente comienza con un anuncio público conjunto del banco central y el Ejecutivo (en

“La política monetaria es más eficaz si los mercados comprenden los objetivos de la política y los vínculos entre las medidas de política monetaria y esos objetivos.”

general, el ministerio de Hacienda) de una meta cuantitativa explícita que se debe alcanzar en un horizonte temporal determinado —por ejemplo, una tasa del 2% anual en un período de dos años. Luego, el banco central —que debe tener libertad para decidir cómo utilizar sus instrumentos monetarios (“independencia instrumental”)— tiene la responsabilidad de alcanzar esa meta y debe informar públicamente y en forma periódica sobre su estrategia y sus decisiones. Esta obligación de transparencia contribuye a reducir la incertidumbre con respecto al rumbo futuro de la política monetaria y fomenta la credibilidad del banco central y la rendición de cuentas por parte de éste.

En las publicaciones sobre el tema, se define la estrategia de fijación de metas

de inflación explícitas como un marco para la conducción de la política monetaria con una discrecionalidad restringida. Por un lado, la adopción de metas explícitas compromete al banco central a mantener cierta coherencia en su política, y, por otro lado, libra a la discreción del banco central la decisión sobre el uso de los instrumentos de que dispone, lo que le otorga cierta flexibilidad para reaccionar ante conmociones internas y externas imprevistas.

Normalmente, los bancos centrales que adoptan esta estrategia ajustan sus instrumentos —por ejemplo, la tasa de interés— a un nivel que llevará las previsiones de tasa de inflación para uno o dos años más adelante, por ejemplo, a la meta de inflación fijada para ese horizonte. Las previsiones actúan como meta intermedia; la discrepancia entre el pronóstico y la meta fijada motiva las decisiones de política que permiten cerrar la brecha. Sin duda, este enfoque orientado al futuro resulta deseable, dada la duración y variabilidad de los desfases entre los ajustes de los instrumentos monetarios y sus efectos en la meta de política. Por otro lado, reaccionar ante la inflación pasada o corriente significaría que la política siempre actuaría con retraso, lo que aumenta la probabilidad de mayor variabilidad de la inflación y del producto.

En la práctica, el banco central habitualmente decide el rumbo futuro de la política monetaria tras una evaluación de la información proveniente de una serie de indicadores, como el pronóstico inflacionario de los modelos macroeconómicos estructurales, las previsiones generadas a partir de criterios más mecánicos —como los modelos vectoriales autorregresivos— y encuestas de las expectativas inflacionarias del mercado. Las autoridades monetarias también estudian la evolución de variables monetarias y financieras fundamentales, como el dinero y el crédito, la estructura de plazos de las tasas de interés, los precios de los activos y las condiciones del mercado de trabajo. En la medida en que más de uno de estos indicadores sugiera que la inflación futura podría superar la meta, resulta más evidente la necesidad de activar los instrumentos monetarios.

Importancia de la transparencia

La política monetaria es más eficaz si los mercados comprenden los objetivos de la política y los vínculos entre las medidas

de política monetaria y esos objetivos. Asimismo, la transparencia transmite a los agentes del mercado la idea de que el banco central es responsable de sus resultados, lo cual, a su vez, podría incidir en la disciplina del diseño y la implementación de la política. En la medida en que los objetivos de la política, incluidas las metas intermedias, se anuncien públicamente, también habrá transparencia en el contexto de una estrategia de metas monetarias. Sin embargo, los proponentes del mecanismo de metas inflacionarias explícitas sostienen que es ésta la estrategia que garantiza una máxima transparencia y una comunicación abierta. La verdad es que resulta más fácil para el público en general comprender el anuncio explícito de metas de inflación que la tasa de crecimiento de determinados agregados monetarios. Asimismo, dado que los costos de la inflación aumentan no sólo en función de su nivel sino también de su variabilidad, las metas de inflación explícitas fundamentan mejor las decisiones de ahorro e inversión, al reducirse la incertidumbre con respecto al rumbo de la inflación, con lo cual se estimula la productividad global. Además, la aclaración de las intenciones del banco central podría contribuir a reducir la inestabilidad de los mercados financieros, con el consiguiente efecto beneficioso de una reducción de las primas por riesgo y tipo de cambio.

Evidentemente, los bancos centrales inspirarán mayor confianza si han tenido una buena trayectoria en el logro de las metas de inflación anunciadas. En este contexto, todos los bancos centrales que aplican una estrategia de metas de inflación explícitas publican informes periódicos de política monetaria o *informes sobre la inflación*, en los que indican el rumbo futuro de la política monetaria y explican las discrepancias entre las tasas de inflación observadas y las fijadas como meta. Para facilitar la comprensión de la estrategia del banco central, se incluyen también pronósticos de inflación y una descripción de políticas contingentes. Este anuncio anticipado reduce la probabilidad de que se malinterprete la reacción del banco ante tales contingencias.

Otros aspectos de la implementación

La implementación de una estrategia de metas de inflación explícitas exige que las autoridades adopten varias decisiones clave. Primero, tienen que establecer la *medición de la inflación* que utilizarán. Las dos opciones naturales son el índice de precios al consumidor (IPC) y el deflactor del PIB. Aunque esta última es más atractiva puesto que refleja cabalmente el concepto de inflación "interna", el IPC ofrece ventajas operativas evidentes: es el índice más familiar para el público; habitualmente está disponible mensualmente y en forma puntual (lo que permite su control periódico), y rara vez se revisa. Otro aspecto importante es determinar si la política monetaria debe fijar todas las variaciones de la inflación o si se deben excluir las fluctuaciones a corto plazo que se consideran exógenas. La mayor parte de los bancos centrales que aplican esta estrategia se concentran en la inflación subyacente o básica. Esta medición excluye del IPC ciertos rubros, tales como la energía y los alimentos, sujetos a fuertes variaciones de precios derivadas de choques de oferta (algunos países excluyen también las variaciones de precios únicas originadas por aumentos de los precios administrados y los impuestos indirectos). La adopción de una meta para la inflación básica

implica que la política monetaria acomodará únicamente el primer impacto de estos aumentos de precios, pero no los efectos secundarios resultantes de la espiral salarios-precios.

La segunda cuestión es decidir el *nivel meta* de la inflación. La mayoría de los países industriales de baja inflación han optado por metas inflacionarias entre 1% y 3%. En general, se reconoce que tasas de inflación más elevadas tienen efectos adversos en el crecimiento y pueden generar también costos en términos de bienestar y eficiencia. Pero tampoco es conveniente una meta inflacionaria cero. En efecto, la presencia de rigideces a la baja en los salarios nominales y los precios requeriría una tasa de inflación positiva para dar margen a las variaciones necesarias de los salarios reales y demás precios relativos. Una meta de inflación cero tampoco dejaría margen para que, de ser necesario, las tasas de interés reales adquiriesen signo negativo en los ciclos económicos. En efecto, la reciente experiencia de Japón revela la necesidad de llegar a tasas de interés reales negativas para estimular la demanda agregada. Ciertamente, una de las ventajas de las estrategias basadas en metas de inflación explícitas es que pueden evitar la deflación compensando el efecto de perturbaciones negativas sistemáticas en la demanda agregada. En tal sentido, este régimen aplica un tratamiento simétrico a la inflación y la deflación: la política monetaria debe ser más restrictiva (expansionista) si la inflación observada se sitúa sistemáticamente por encima (por debajo) de la meta de inflación.

Una tercera cuestión es decidir si se adopta un *punto meta* o una *gama meta* de inflación, es decir, metas de inflación con gamas o bandas de tolerancia predeterminadas. Debido a las dificultades de predecir la inflación y a la incertidumbre en torno al contexto temporal preciso del desfase de la transmisión monetaria, podría no alcanzarse el punto meta anunciado, lo que ocasionaría una pérdida de credibilidad. Asimismo, los puntos meta podrían exigir una política monetaria muy firme para minimizar la probabilidad de incumplimiento.

Las gamas meta, por su parte, requieren una decisión sobre el ancho de la banda. Las bandas demasiado estrechas plantean algunos de los problemas de los puntos meta. En cuanto a las bandas demasiado anchas, aunque incrementan la probabilidad de cumplimiento de la meta, podrían ser una guía poco eficaz para las expectativas. Sin embargo, pese a estas dificultades de las gamas meta, los bancos centrales que utilizan estrategias basadas en metas inflacionarias explícitas han mostrado preferencia por las gamas frente a los puntos meta.

La cuarta cuestión es la elección del *horizonte temporal de la política monetaria*, es decir, cuál debe ser la rapidez del trayecto hacia la meta de una inflación más baja. En la práctica, si el nivel inicial de inflación es muy superior al deseado, la velocidad con que la política lleva la inflación hacia la meta fijada depende de una evaluación de los costos de transición de la desinflación. Tal vez sea preferible un criterio de desinflación gradual frente a contratos de largo plazo, un ajuste desfaseado de las expectativas de inflación y la falta de una franca credibilidad. Al mismo tiempo, la necesidad de superar la inercia en las expectativas de inflación y fomentar la credibilidad apuntarían hacia una desinflación más acelerada. Naturalmente, si la tasa de inflación ya está cerca de los niveles óptimos, el contexto de política debe conducir a mantenerla indefinidamente en esos niveles.

La experiencia en materia de metas explícitas

Hasta la fecha, los resultados obtenidos por los bancos centrales que aplican una estrategia de metas de inflación explícitas en los países industriales parecen prometedores. En efecto, la concentración en la estabilidad de precios ha contribuido a una extraordinaria convergencia de las tasas de inflación de estos países. Cabe señalar que, en general, el entorno económico internacional benigno de los últimos años y el proceso de integración internacional han contribuido en parte a esta convergencia. No resulta claro si estos hechos, de por sí, seguirán garantizando la persistencia de una tendencia a tasas de inflación bajas; otros observadores señalan que la estrategia de metas de inflación explícitas aún no ha pasado la prueba de un ciclo económico completo. Sin embargo, las autoridades que han aplicado estas estrategias han tenido que hacer frente a una serie de perturbaciones, incluidos la crisis de Asia y abultados déficit en cuenta corriente. El alza reciente del petróleo es otra dificultad que estos países parecen enfrentar con eficacia.

Aspectos que afectan a los países en desarrollo

La experiencia prometedora de los pioneros en la aplicación de estrategias basadas en metas de inflación explícitas y una serie de experiencias fallidas con anclas cambiarias en Asia y América Latina han persuadido a algunos países en desarrollo de la conveniencia de adoptar una estrategia similar para contener la inflación, fomentar la credibilidad y anclar las expectativas. En América Latina, Brasil, Chile, Colombia y México han abandonado las metas o bandas cambiarias y pasaron a regímenes de tipo de cambio flotante. Estos países —al igual que otras economías emergentes, como la República Checa, Polonia, Sudáfrica y, más recientemente, Tailandia— conducen la política monetaria mediante un proceso más o menos formal de metas de inflación explícitas. Aunque la mayoría de estos países llevan poco tiempo aplicando esta estrategia, la experiencia hasta ahora resulta alentadora, como lo subrayaron los participantes en un reciente seminario de alto nivel sobre la implementación de metas de inflación explícitas (véase el sitio del FMI en Internet, www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/index.htm). Por ejemplo, tras la gran depreciación de la moneda a comienzos de 1999, la inflación de Brasil era de menos del 9% en el año y se prevé aproximadamente el 8% para 2000. Chile e Israel tienen experiencias similares; ambos países adoptaron un contexto de metas de inflación explícitas a comienzos de los noventa, cuando registraban tasas de inflación anuales cercanas al 20%. La estrategia fue implementada gradualmente y en forma flexible en ambos países, lográndose reducir la inflación a niveles internacionales sin originar costos sustanciales en materia de producto.

La fijación de metas explícitas de inflación puede beneficiar de muchas maneras a los países en desarrollo, al establecer un instrumento de coordinación de las expectativas inflacionarias y una medida que permite juzgar el cumplimiento del compromiso de los bancos centrales. Pero los países en desarrollo tienen problemas específicos que pueden hacerles más difícil que a los países industriales la implementación de estrategias basadas en metas de inflación explícitas. Primero,



Enzo Croce (izq.), Jefe de la División del Hemisferio Occidental del Instituto del FMI y Mohsin S. Khan, Director del Instituto del FMI

muchos países en desarrollo aún registran tasas de inflación relativamente elevadas, de modo que es más difícil prever con precisión la inflación futura. En consecuencia, las probabilidades de no cumplir las metas de inflación son mayores que en los países desarrollados. Segundo, el grado de transferencia de las variaciones cambiarias a los precios (que tiende a ser mayor en los países en desarrollo) y la generalización de mecanismos de indexación explícitos e inclusive implícitos, dan lugar a una considerable inercia inflacionaria. Tercero, uno de los requisitos previos de la fijación de metas de inflación explícitas es que no haya ningún compromiso con respecto a otra meta nominal. Dado que en muchos países en desarrollo hay una gran proporción de activos y pasivos denominados en moneda extranjera, una variación cambiaria significativa podría afectar adversamente la inflación. Cuarto, en muchos países en desarrollo, la independencia del banco central es más teórica que real, pues sus decisiones siguen básicamente regidas por la necesidad de financiar el déficit fiscal, y todavía persiste cierto predominio fiscal. Muchos países en desarrollo han reducido sustancialmente el déficit del gobierno central, pero algunos tienen todavía pasivos contingentes —que abarcan obligaciones de los gobiernos locales y las empresas públicas, u originadas por déficit cuasifiscales— que amenazan la situación fiscal consolidada del sector público. En tales circunstancias, los bancos centrales podrían vacilar por razones fiscales ante la posibilidad de tener que elevar las tasas de interés para contener la inflación. Por último, algunos países en desarrollo podrían encontrar dificultades para cumplir los complejos requisitos de información y de formulación de pronósticos de inflación (por ejemplo, informes sobre los principales indicadores y modelos econométricos fiables).

Pese a estos problemas, las estrategias basadas en tasas de inflación explícitas parecen prometedoras para los países en desarrollo, pues ofrecen una serie de ventajas operativas y obligan a los encargados de la formulación de políticas a profundizar las reformas, aumentar la transparencia y mejorar la orientación fiscal; también contienen la expectativa de una convergencia hacia niveles de inflación internacionales. **F&D**