

# Veinte años de metas de inflación

Scott Roger

**H**ACE dos décadas, Nueva Zelanda adoptó un nuevo enfoque de política monetaria, cuya novedad consistía en el explícito compromiso público de controlar la inflación como objetivo primordial y en el énfasis puesto en la transparencia de la política y la correspondiente rendición de cuentas.

Hoy usan metas de inflación 26 países; la mitad de ellos, economías de mercados emergentes o de bajo ingreso (véase el cuadro). Además, algunos bancos centrales de economías más avanzadas —como el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco Nacional Suizo y la Reserva Federal de Estados Unidos— han adoptado muchos de los principales elementos de ese régimen, y otros están avanzando en esa dirección.

En este artículo se analiza el desempeño de los países que han fijado metas de inflación durante los últimos 20 años, incluso durante los shocks de precios de las materias primas de 2006–08 y la crisis financiera mundial que comenzó en 2007. También se señalan algunos problemas importantes que esos países podrían enfrentar en los próximos años.

**Cada vez más países fijan, con éxito, una tasa de inflación determinada como objetivo primordial de su política monetaria**

## El marco de metas de inflación

Desde el inicio, los marcos de metas de inflación han incluido cuatro elementos principales (Mishkin, 2004; y Heenan, Peter y Roger, 2006):

- Un banco central con el mandato explícito de preservar la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria y un alto grado de autonomía operativa para perseguir tal objetivo.
- Metas cuantitativas explícitas para la inflación.
- Rendición de cuentas del banco central en cuanto al logro del objetivo de inflación, principalmente mediante el requisito de una alta transparencia en la estrategia e implementación de la política.
- Definición de la política a partir de una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, basada en una amplia variedad de información.

Este enfoque parte de la idea, sustentada en la teoría y la experiencia, de que los bancos centrales no pueden perseguir y alcanzar sistemáticamente múltiples objetivos, como un bajo nivel de inflación y además de desempleo, con un solo instrumento básico: la tasa de interés de política monetaria. También reconoce que a largo plazo la política monetaria puede influir en variables nominales pero no reales (ajustadas por inflación); que una alta inflación perjudica el crecimiento y la justa distribución del ingreso, y que las expectativas y la credibilidad inciden significativamente en la eficacia de la política monetaria.

El marco de metas de inflación ha evolucionado en dos importantes aspectos. Primero, ha habido *un aumento progresivo de la transparencia y la comunicación de la política* como medio fundamental de rendir cuentas al público, que sustenta la independencia operativa de los bancos centrales y per-

mite anclar las expectativas de inflación. Los bancos centrales comunican sus metas principalmente a través de informes de inflación o de política monetaria emitidos entre dos y cuatro veces al año, declaraciones públicas tras las reuniones de formulación de la política y, a veces, la publicación de las minutas de tales reuniones, así como a través del testimonio que sus altos funcionarios deben presentar ante el poder legislativo. En general, esas actividades de comunicación pública abarcan hoy una gama mucho más amplia que en el pasado.

Segundo, los bancos centrales generalmente fijan las metas de inflación de manera flexible. En lugar de tratar de alcanzar la meta en todo momento, apuntan a lograrla a mediano plazo, por lo general en un horizonte de dos a tres años. Esto permite que la política encare otros objetivos a corto plazo, especialmente, suavizar las variaciones del producto. Tal flexibilidad es posible, no obstante, si las expectativas inflacionarias a mediano plazo permanecen bien ancladas, lo que depende, al menos en parte, del historial del banco central en cuanto a mantener controlada la inflación.

### ¿Qué sucede con otras estrategias alternativas?

Cabe preguntar si en un marco de metas de inflación el desempeño macroeconómico ha sido tan bueno o mejor que bajo otras estrategias, como las metas de crecimiento de la oferta monetaria, una paridad cambiaria fija o marcos “eclécticos” con objetivos múltiples. Dado que no es posible comparar directa-

mente el desempeño de un país bajo dos regímenes diferentes en un mismo período, la comparación debe hacerse entre países similares con políticas diferentes.

En los gráficos 1 y 2 se compara cómo evolucionaron la inflación y el producto en los países que fijan metas de inflación antes y después de adoptar ese régimen frente a países que no lo aplican. En el caso de los primeros, la mediana de la fecha de adopción del régimen fue el comienzo de 2001, de modo que los períodos de comparación se fijan en 1991–2000 y 2001–09.

### Países que fijan metas de inflación

Hay 26 países que establecen metas de inflación, fijando el índice de precios al consumidor como su objetivo de política monetaria. Otros tres países que tenían ese régimen —España, Finlandia y la República Eslovaca— lo abandonaron cuando adoptaron el euro como moneda.

País	Fecha de adopción del régimen de metas	Tasa de inflación a la fecha de adopción	Tasa media de inflación de 2009	Tasa de inflación meta
Nueva Zelandia	1990	3,3	0,8	1 - 3
Canadá	1991	6,9	0,3	2 +/- 1
Reino Unido	1992	4,0	2,2	2 +/- 1
Suecia	1993	1,8	-0,3	2 +/- 1
Australia	1993	2,0	1,9	2 - 3
República Checa	1997	6,8	1,0	3 +/- 1
Israel	1997	8,1	3,3	2 +/- 1
Polonia	1998	10,6	3,8	2,5 +/- 1
Brasil	1999	3,3	4,9	4,5 +/- 2
Chile	1999	3,2	1,5	3 +/- 1
Colombia	1999	9,3	4,2	2 - 4
Sudáfrica	2000	2,6	7,1	3 - 6
Tailandia	2000	0,8	-0,9	0,5 - 3
Corea	2001	2,9	2,8	3 +/- 1
México	2001	9,0	5,3	3 +/- 1
Islandia	2001	4,1	12,0	2,5 +/- 1,5
Noruega	2001	3,6	2,2	2,5 +/- 1
Hungría	2001	10,8	4,2	3 +/- 1
Perú	2002	-0,1	2,9	2 +/- 1
Filipinas	2002	4,5	1,6	4,5 +/- 1
Guatemala	2005	9,2	1,8	5 +/- 1
Indonesia	2005	7,4	4,6	4 - 6
Rumania	2005	9,3	5,6	3,5 +/- 1
Turquía	2006	7,7	6,3	6,5 +/- 1
Serbia	2006	10,8	7,8	4 - 8
Ghana	2007	10,5	19,3	14,5 +/- 1

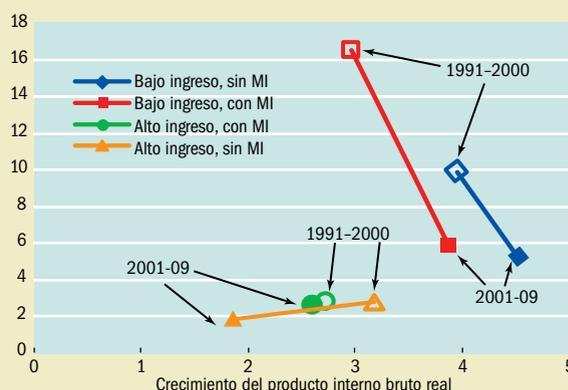
Fuente: Compilación del autor.

Gráfico 1

### Beneficios en la inflación y el crecimiento

Aunque las tasas de inflación y de crecimiento mejoraron en la mayoría de los países entre los períodos 1991–2000 y 2001–09, la mejora fue mayor en los que fijaron metas de inflación (MI).

(inflación de precios al consumidor, porcentaje)



Fuente: Cálculos del autor.

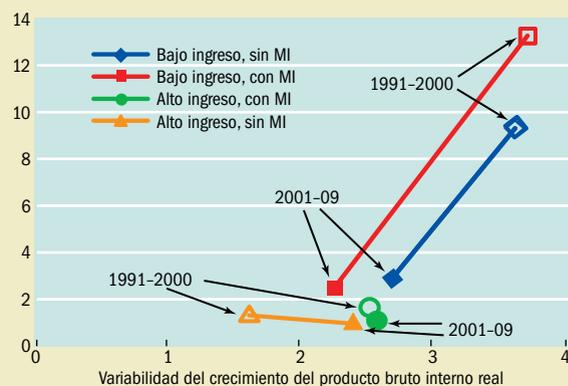
Nota: Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, los períodos 1991–2000 y 2001–09. Las líneas rectas representan la dirección del movimiento entre los períodos en los cuatro grupos de países.

Gráfico 2

### Suavización del producto y la inflación

Las variaciones de la inflación y del producto fueron menos volátiles en 2001–09 que en 1991–2000, pero la disminución fue mayor en los países que fijan metas de inflación (MI).

(variabilidad de la inflación, porcentaje)



Fuente: Cálculos del autor.

Nota: Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, los períodos 1991–2000 y 2001–09. Las líneas rectas representan la dirección del movimiento de la variabilidad entre los períodos en los cuatro grupos de países.

Se comprueba lo siguiente:

- Las economías de bajo ingreso, tanto las que fijaron metas de inflación como las que no lo hicieron, experimentaron importantes reducciones de su tasa de inflación y mejoras en las tasas medias de crecimiento. Aunque los países que no utilizaron metas de inflación siguieron registrando una menor inflación y mayor crecimiento que los que adoptaron ese régimen, estos últimos mejoraron más su desempeño.

- En las economías de bajo ingreso, tanto las que fijaron metas de inflación como las que no lo hicieron, se observó también una gran reducción de la volatilidad de la inflación y del producto, registrando las primeras disminuciones mayores, especialmente en la volatilidad de la inflación.

- Entre las economías de ingreso alto, las que fijaron metas de inflación registraron, en promedio, escasa variación de su desempeño entre los dos períodos, mientras que en las restantes el crecimiento en general declinó. Análogamente, en los países que aplicaron el régimen de metas la volatilidad tanto del producto como de la inflación varió poco entre los dos períodos, pero en los otros la volatilidad del producto fue mayor.

La adopción de un régimen de metas de inflación quizá no explique totalmente la mejora en el desempeño relativo, ya que muchos países adoptaron ese régimen como parte de reformas estructurales y de política de alcance más amplio. No obstante, estudios más detallados en general indican que, al comparar economías de mercados emergentes similares en todo lo demás durante los mismos períodos de tiempo, variables macroeconómicas clave como la inflación y el producto evolucionaron mejor en aquellas que aplicaron metas de inflación. Por ejemplo, según un estudio presentado en la edición de septiembre de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, la adopción de metas de inflación se vinculaba con una reducción de 4,8 puntos porcentuales de la inflación media entre 1990 y 2004, así como con una reducción de 3,6 puntos porcentuales de la variabilidad de la inflación, en relación con otros regímenes de política monetaria.

### La capacidad de resistencia de los regímenes de metas de inflación

Tras la fuerte alza de precios de las materias primas y los shocks financieros mundiales de los últimos tres años, corresponde determinar si un régimen de metas de inflación es más resistente a los shocks que otros marcos de política monetaria. La evidencia con que se cuenta para ello es limitada, ya que durante la mayor parte del período transcurrido desde que se generalizó la adopción de metas de inflación la situación macroeconómica mundial fue favorable en comparación con períodos anteriores.

Los países que fijaron metas de inflación parecen haber logrado minimizar mejor el impacto inflacionario del aumento de precios de las materias primas de 2007 (Habermeier *et al.*, 2009). Entre 2006 y 2008, ese shock de precios hizo aumentar la inflación y caer el crecimiento en la mayoría de los países. Entre las economías de bajo ingreso, no obstante, aquellas que no utilizaron esa estrategia experimentaron alzas mayores de la inflación que las restantes, aunque el crecimiento del producto bruto interno registró una caída de magnitud similar en ambos grupos. Entre las economías de ingreso alto, las que aplicaron

metas de inflación sufrieron una menor baja del crecimiento que las demás y también un incremento de la inflación levemente menor.

Estos resultados coinciden con la noción de que las expectativas de inflación están mejor ancladas en los países que fijan metas para esa variable y que las autoridades de esos países hacen más hincapié en evitar que la inflación trepe repentinamente. Antes de extraer conclusiones sólidas y concretas, sin embargo, será necesario hacer un análisis más detallado para separar estos efectos de otras posibles influencias sobre el crecimiento y la inflación.

Como la crisis financiera mundial que comenzó a mediados de 2007 aún sigue su curso, es prematuro juzgar si los países que fijan metas de inflación han enfrentado mejor que otros la peor caída de la actividad económica y financiera mundial desde la Gran Depresión. Varios de esos países se cuentan entre los más duramente golpeados por la crisis, y algunos, como Hungría, Islandia, Rumania y Serbia, han suscrito programas respaldados por el FMI. No obstante, no puede afirmarse con claridad que el régimen de metas de inflación haya hecho a esos países más susceptibles a las crisis o que la caída de sus economías sea más grave que la sufrida por países comparables que aplican otras estrategias.

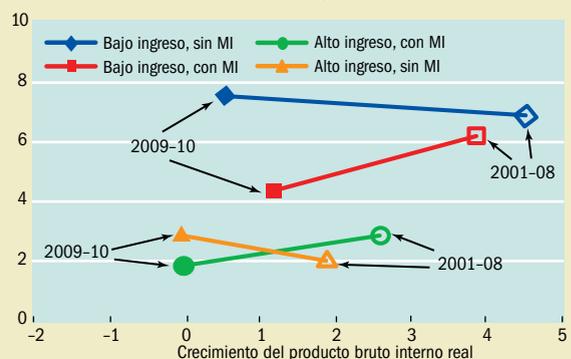
Las previsiones macroeconómicas indican que la crisis financiera podría afectar menos a las economías que fijan metas de inflación (véase el gráfico 3). Según *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) de enero de 2010, se prevé que el crecimiento medio de todos los países durante 2009–10 será muy inferior al registrado durante 2001–08. Entre las economías de mercados emergentes, sin embargo, aquellas que no fijan metas de inflación en general sufrirían una caída mayor del crecimiento que las que sí lo hacen, en relación con los promedios previos a la crisis. Entre las economías de ingreso alto se daría el caso contrario, es decir, la caída sería mayor en los países que aplican ese tipo de estrategia en comparación con

Gráfico 3

#### Protección ante la crisis financiera

Según las previsiones macroeconómicas, la crisis económica mundial afecta menos a las economías que fijan metas de inflación que a otros países.

(inflación de precios al consumidor, porcentaje)



Fuente: Consensus Economics, *Consensus Forecasts*, enero de 2010.

Nota: Los símbolos vacíos y llenos representan, respectivamente, el desempeño real en 2001–08 y las previsiones para 2009–10. Las líneas rectas representan la dirección de la variación entre el desempeño real y el previsto en los cuatro grupos de países.

los restantes. Se prevé que la inflación disminuirá en todos los países que siguen un régimen de metas, mientras que en los demás se elevaría por encima de los niveles previos a la crisis.

### El futuro de los regímenes de metas de inflación

La evidencia indica que las metas de inflación han funcionado bien en un amplio espectro de países y circunstancias. En este sentido, cabe suponer que las características principales de estos regímenes permanecerán invariables dadas las inquietudes expresadas por varios grandes bancos centrales con respecto a una reciente propuesta de Olivier Blanchard, Economista Jefe del FMI, de aumentar las metas de inflación para dar un mayor margen a los bancos centrales que les permita bajar las tasas de interés durante graves desaceleraciones. Sin embargo, el marco habrá de evolucionar a medida que se extraigan lecciones de la experiencia acumulada y se adapte a las necesidades de los países en desarrollo. Se destacan dos aspectos:

- En el caso de muchas economías abiertas que han adoptado metas de inflación o estudian hacerlo, se debate el papel que debe cumplir el tipo de cambio en un marco de ese tipo.
- Respecto de todos los bancos centrales, incluidos los que fijan metas de inflación, el interrogante es cómo conciliar sus responsabilidades y objetivos en materia de política monetaria con el cometido de promover y mantener la estabilidad del sistema financiero.

Según la sabiduría convencional, los bancos centrales que fijan metas de inflación deben reaccionar ante los movimientos del tipo de cambio solo en la medida en que estos afecten las perspectivas de la inflación y del producto, en lugar de neutralizarlos de forma sistemática. Según indican análisis más recientes, sin embargo, en algunas circunstancias puede justificarse contrarrestar sistemáticamente tales movimientos. Cuando la deuda en moneda extranjera es elevada, las variaciones cambiarías inciden fuertemente en el balance financiero de los deudores, de modo que tales intervenciones pueden contribuir a estabilizar el producto y la inflación (Morón y Winkelried, 2005; y Roger, Restrepo y García, 2009). El desafío para las autoridades es mantener el tipo de cambio subordinado al objetivo de inflación y evitar que con las medidas para moderar sus movimientos no se reste credibilidad al marco de metas de inflación.

La crisis financiera mundial también obliga a reevaluar la relación entre la política monetaria y las políticas orientadas a preservar la estabilidad financiera y, en particular, a considerar si la política monetaria debería responder directamente ante los posibles riesgos para la estabilidad financiera o solo en la medida en que ellos afecten las perspectivas de inflación y crecimiento.

La crisis ha puesto de relieve la necesidad de prestar más atención a la interacción entre la economía real de bienes y servicios y la economía financiera. Los modelos macroeconómicos tradicionalmente utilizados por los bancos centrales para sus análisis y pronósticos de política monetaria no dan suficiente cabida al sector financiero, la determinación del precio de activos clave como las acciones y las propiedades y la interacción entre los comportamientos del sector financiero y del sector de los hogares y las empresas, ni tampoco toman en cuenta las interacciones que tienen lugar dentro del sector financiero. Corregir esas deficiencias no será fácil, pero es

importante para integrar mejor la evolución financiera dentro del análisis y las previsiones de la política monetaria.

Una cuestión crucial es si los bancos centrales deben usar la política monetaria, además de políticas prudenciales, para reaccionar directa y sistemáticamente a los indicadores de estabilidad financiera, como el precio de las viviendas. Al igual que en el caso de los movimientos del tipo de cambio, hacerlo podría ser conveniente en algunas circunstancias pero no en otras y, al agregarse esa tarea a los objetivos del banco central, el compromiso con la meta de inflación podría perder credibilidad. Es preciso investigar más este tema, para determinar qué indicadores financieros tiene que considerar el banco central y cómo debe responder a ellos.

Otra posibilidad es prolongar el horizonte de las metas de inflación para tomar en cuenta los riesgos inflacionarios a más largo plazo derivados de los ciclos de precios de los activos (Borio y Lowe, 2002), una estrategia menos mecánica que no exigiría responder directamente a la evolución de esos precios o de otros indicadores de estabilidad financiera. Esta alternativa plantearía, no obstante, problemas prácticos, como el de mejorar la capacidad del banco central para formular previsiones a mediano y largo plazo o determinar el momento apropiado para contrarrestar el desarrollo de burbujas de precios (Bean, 2004). También sería necesario comunicar la política de manera más contundente para preservar la credibilidad del compromiso del banco central con el mantenimiento de una inflación baja y estable a largo plazo. ■

*Scott Roger es Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*

---

#### Referencias:

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 94, No. 2, págs. 14–18.
- Borio, Claudio, y Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Paper 114* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts (enero)*.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2005, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, septiembre).
- Habermeier, Karl, et al., 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective", *IMF Working Paper 09/1* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter y Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication", *IMF Working Paper 06/278* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, y Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies", *Journal of Development Economics*, vol. 76, No. 1, págs. 23–51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo y Carlos García, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper 09/234* (Washington: Fondo Monetario Internacional).