

OBJETIVOS DE INFLACIÓN

CONSIDERACIONES TEÓRICAS Y EVIDENCIA EMPÍRICA*

Susana Jiménez y Patricio Rojas

El propósito de este artículo es entregar algunos argumentos que deberían ser considerados por una economía que ha iniciado una política monetaria que enfatiza el control de la inflación y que desea hacerlo a través de una política de objetivos explícitos de inflación. Este tipo de política de objetivos se ha aplicado en diversos países y bajo una gran variedad de esquemas en lo que respecta al carácter legislativo de las metas y la institucionalidad que las sustenta, así como en lo que atañe al grado de compromiso de las autoridades con los objetivos de inflación, la autonomía de los bancos centrales y la participación del gobierno en esta estrategia.

Tras un análisis de los resultados de distintas experiencias de aplicación de dichas políticas, los autores señalan que, para aumentar la credibilidad del programa antiinflacionario y asegurar una mayor probabilidad de éxito, es preciso que el gobierno se comprometa oficialmente, mediante un procedimiento formal y claro, con el objetivo de inflación. En éste se debe detallar el índice que se utilizará, el perfil en el tiempo de los objetivos que se pretende lograr, las situa-

SUSANA JIMÉNEZ S. Licenciada y Magister en Economía, Universidad Católica de Chile. Economista de la Gerencia de Programación Macroeconómica del Banco Central de Chile.

PATRICIO ROJAS RAMOS. Ph. D en Economía, MIT. Magister en Economía, Universidad Católica de Chile. Gerente de Programación Macroeconómica del Banco Central de Chile.

* Se agradecen los valiosos comentarios de Francisco Rosende R. Las opiniones expresadas en este trabajo son propias de los autores y no representan necesariamente las del Banco Central.

ciones en que se permitirán desviaciones temporales del objetivo y el procedimiento formal que se utilizará para modificar los objetivos de mediano plazo. Por otra parte, se requiere la formulación de políticas monetarias, fiscal y cambiaria consistentes unas con otras en el mediano plazo.

1. Introducción

Desde comienzos de los años ochenta, la profesión ha puesto un creciente énfasis en la estabilidad de precios como la meta prioritaria de la política monetaria en el mediano plazo. Por otra parte, en los últimos años se ha ido tendiendo cada vez más a exigir que el comportamiento de los bancos centrales sea coherente con esta meta. A partir de estas consideraciones, algunos países se han propuesto obtener la ansiada estabilidad de precios siguiendo ciertas reglas de política, tales como las de un cierto objetivo de crecimiento monetario o fijación de la paridad cambiaria. Sin embargo, en otros países tales reglas de política no han tenido un grado importante de éxito, ya sea porque el vínculo entre el objetivo intermedio y el objetivo final ha resultado ser inestable o porque la regla ha tendido a limitar excesivamente la flexibilidad del Banco Central para reaccionar apropiadamente a ciertos *shocks*. En este esquema, y en respuesta a estos problemas, un número creciente de países ha tendido a centrar su accionar directamente sobre el objetivo final, mediante la adopción de objetivos de inflación explícitos y anunciados públicamente.

En efecto, desde principios de los años noventa, varias autoridades monetarias han manifestado un fuerte compromiso con el control de la inflación. Esto se ha traducido en la definición de objetivos de inflación explícitos para un cierto número de años. En particular, entre los años 1990 y 1992, Nueva Zelandia, Canadá e Inglaterra se han propuesto objetivos explícitos de inflación, mientras Suecia y Finlandia lo hicieron a principios de 1993 y, España, en noviembre de 1994. Por otra parte, otros países han formulado objetivos de inflación menos formales; típicamente, estos consisten en lograr una cierta tasa en el mediano plazo o en no sobrepasar cierto nivel. Por ejemplo, Alemania no tiene un objetivo explícito de inflación; sólo manifiesta su intención de mantener una inflación que no vaya más allá del 2% anual. Específicamente, el objetivo de una baja inflación ha sido por mucho tiempo el foco principal del Bundesbank, para lo cual hace público un objetivo de inflación que es usado en la formulación de su meta oficial de crecimiento del dinero. En 1994, países

como Francia, Italia y Suiza comenzaron a anunciar objetivos de inflación en la línea de Alemania. En el caso de Chile, los objetivos de inflación se han enmarcado más en el esquema de este segundo grupo de países, mediante anuncios de objetivos anuales, y sólo informalmente el Banco Central ha manifestado su intención de lograr, hacia fines de siglo, una tasa de inflación del orden del 4%.

El objetivo de este artículo es entregar los argumentos que deberían ser considerados por un gobierno que ha iniciado una política monetaria que enfatiza el control de la inflación y que desea aplicar una política de objetivos explícitos de inflación. En una primera parte, se presentan los aspectos teóricos que justifican estos objetivos. Posteriormente, en la sección tres, se explicitan ciertas consideraciones que las autoridades deben tener presente en la puesta en marcha de esta política. La sección siguiente entrega la experiencia de siete países que ya han aplicado una política de objetivos explícitos durante los noventa. Finalmente, se presentan las conclusiones y algunas recomendaciones de política que pueden ser de utilidad en la discusión sobre el tema.

2. Marco teórico

Aspectos generales

En términos teóricos, la razón fundamental de formalizar un objetivo de inflación es el efecto probable del anuncio de la política sobre las expectativas de los agentes privados. Así, el conocimiento formal de la actitud de política de la autoridad monetaria puede ayudar a los consumidores y firmas en la toma de sus decisiones, lo que permite obtener resultados macroeconómicos más eficientes y evitar cierta incertidumbre sobre la política, que puede ser una fuente de riesgo innecesaria. Una segunda razón que ha tomado fuerza y complementa la anterior, es el efecto de comprometer explícitamente a las autoridades con el cumplimiento del objetivo. De esta forma, la efectividad de los anuncios formales de política en lo que respecta a reducir la incertidumbre de los agentes privados, depende fuertemente de la credibilidad de las autoridades monetarias. En efecto, los objetivos explícitos de inflación, si cuentan con la credibilidad necesaria, actúan como un instrumento eficaz y transparente que sirve a la autoridad para comprometer y guiar su política monetaria y, a su vez, proveen de un mecanismo directo y objetivo de evaluación de la gestión de la autoridad monetaria.

Por otra parte, los anuncios de política monetaria que hace un Banco Central competente pueden carecer de credibilidad si estos no son congruentes con otras probables políticas gubernamentales. Así, se espera que acciones que tienden a aumentar el grado de compromiso de la autoridad fiscal con el objetivo antiinflacionario o llevan a incrementar la autonomía del Banco Central, pueden aumentar la credibilidad de la política monetaria. De igual forma, la credibilidad de la política monetaria también puede verse disminuida por la incertidumbre o mala información sobre las verdaderas intenciones del Banco Central. Tales problemas de información pueden originarse en los siguientes casos: (i) si las preferencias del gobierno no pueden ser observadas; (ii) si los agentes privados no conocen el modelo económico que posee el Banco Central, o (iii) si existe incertidumbre respecto a la duración del período que permanecerá en el cargo la actual autoridad económica. Generalmente, en todos estos casos, la incertidumbre tiende a ser perjudicial para el bienestar social.

Es en este escenario donde el planteamiento de objetivos explícitos de inflación puede ofrecer una ventaja decisiva y superior que un compromiso vago en lo que respecta a la sola estabilidad de precios, puesto que se impone una mayor disciplina en el manejo monetario y se responsabiliza directamente a la autoridad monetaria del logro de las metas. De esta forma, el plantearse metas explícitas de inflación, que cuentan con un grado de credibilidad importante, puede llegar a representar una forma alternativa de proveer a la economía de un ancla nominal efectiva para la reducción de la inflación. Esto por cuanto se tiende a dirigir la trayectoria del proceso inflacionario —en conjunto con políticas monetaria, fiscal y cambiaria consistentes con los objetivos explícitos de inflación— mediante la utilización directa de estas metas en los contratos y en las expectativas de los agentes.

Operativa de la política monetaria

En términos generales, los regímenes de objetivos de inflación aplicados en diferentes economías tienen dos características en común. Primero, la meta de estabilidad de precios, la cual está implícita en muchas Actas de Bancos Centrales, se hace explícita en la forma de un objetivo de inflación cuantificable y públicamente anunciado. Estos objetivos ponen su atención en el objetivo final de la política monetaria, creando así un clima más transparente para la realización de la política económica. Un punto importante dentro del régimen de objetivos de inflación es que ellos son expresados en la forma de un horizonte de tiempo para varios años, *reconociendo así que la política monetaria afecta la inflación con un rezago considerable*.

Una segunda característica de estos regímenes es la ausencia de un exclusivo objetivo intermedio. Si bien esto aumenta el grado de discreción con que cuentan las autoridades monetarias en el manejo de los instrumentos de política, puede reducir la transparencia del régimen y, por ende, su credibilidad, lo que constituye una de las principales razones por la cual los bancos centrales de estos países han aumentado considerablemente el grado de información entregado a los agentes mediante la publicación de informes de inflación, donde se dan y se justifican las proyecciones oficiales de inflación y se explican las acciones de política. Si bien la ausencia de objetivos intermedios formales es una de las características de los regímenes de objetivos de inflación, esto no implica que la simple utilización de señales o lineamientos para el crecimiento de los agregados monetarios y/o de la paridad cambiaria no pueda resultar de utilidad en el seguimiento y evaluación de la política económica bajo este esquema.

Sobre la base de estas dos características, la aplicación de una política de objetivos finales de inflación llevará necesariamente a un cambio en la manera de hacer política monetaria respecto a aquellas que utilizan un objetivo intermedio como ancla nominal del sistema. Sin embargo, es importante reconocer que el establecimiento de objetivos de inflación no libera a las autoridades monetarias del seguimiento macroeconómico, por cuanto ellas aún tienen que decidir cuándo y cómo cambiar el conjunto de instrumentos de que disponen para alcanzar el objetivo final de inflación, variable que sabemos sólo es influida con un rezago importante y variable. Esto implica que en un régimen de objetivos de inflación, los bancos centrales necesitan explícitamente comportarse con un criterio de anticipación a los hechos —conocido en la literatura como *forward-looking*. Así, uno podría describir una regla estilizada de política, en este esquema de objetivos de inflación, como una en donde los instrumentos de política son modificados en respuesta a desviaciones, respecto al objetivo, de los pronósticos de inflación que se poseen. En la práctica, esta regla difiere entre países; sin embargo, en todos los casos dos factores han estado presentes: por una parte, una estimación del perfil de mediano plazo de la inflación y, por otra parte, la decisión de enfocar y definir todos los instrumentos de política a base de este perfil de mediano plazo para la inflación. Obviamente, en este esquema el grado de activismo de la política monetaria dependerá fuertemente tanto de la confianza que posee cada banco central en sus pronósticos de inflación, como de la mayor o menor sensibilidad de la política monetaria al manejo de corto plazo.

En primera instancia y de acuerdo a la experiencia de los países que han establecido objetivos de inflación, la elección de estos regímenes no les

ha impedido utilizar señales u objetivos intermedios en el desarrollo de sus políticas monetarias. En general, existe consenso de que la política monetaria debe enfocarse hacia la estabilidad de los precios en el mediano plazo; por lo tanto, todos los bancos centrales persiguen, implícita o explícitamente, metas de inflación como objetivo final de sus políticas. En este sentido, y debido a la existencia de “largos y variables rezagos” de los efectos de la política monetaria sobre la economía y, en particular, sobre la inflación, es que se hace indispensable la utilización de objetivos intermedios, formales o informales, para la obtención del objetivo final de estabilidad de precios. En particular, en el esquema de metas de inflación, donde los bancos centrales necesitan explícitamente comportarse con criterio *forward-looking*, la proyección de inflación elaborada a partir de una variedad de indicadores cumple este papel de objetivo intermedio. Si la proyección de inflación se ubica por encima de lo presupuestado como objetivo, o existe una cierta probabilidad de que eso ocurra, entonces la política monetaria debe ser más restrictiva; y viceversa.

Desde un punto de vista puramente práctico, es indiscutible la superioridad de la proyección de inflación respecto de los agregados monetarios o del tipo de cambio como meta intermedia para guiar la política monetaria hacia la estabilidad de precios. La proyección de inflación no sólo incorpora información sobre los agregados monetarios y el tipo de cambio como ocurre en los enfoques tradicionales, sino también incorpora los ajustes necesarios para interpretar sus movimientos como guías de la inflación futura (por ejemplo, cambios en la velocidad o en la inflación externa) y, además, incluye variables adicionales que también tienen un rol sobre la inflación futura (por ejemplo, desempleo, precio de materias primas, etc.). Obviamente, estos ajustes también pueden realizarse en los esquemas tradicionales, pero a riesgo de contradecir repetidamente las metas propuestas inicialmente y de erosionar la credibilidad de las autoridades.

Sin embargo, esta mayor sofisticación de la política monetaria también acarrea costos. Es así como, aparte de los mayores requerimientos técnicos para generar las proyecciones de inflación, es evidente que se hace más difícil para el público vigilar el accionar del Banco Central y controlar la congruencia entre su discurso y sus acciones. Existen muchos elementos de discrecionalidad en la elaboración de un juicio sobre las perspectivas de la inflación, y en cada momento podemos encontrar múltiples opiniones al respecto. No existe un modelo económico único, y menos uno econométrico, con el cual contrastar estas proyecciones, y la comparación directa de los resultados de inflación con las metas planteadas tampoco es un método efectivo de control. Los rezagos entre las acciones de política monetaria y su impacto sobre la

inflación no sólo son largos y variables, sino también nuestra ignorancia sobre la estructura de la economía o la incapacidad de prever el futuro implican que sólo por fortuna se cumplirá la meta inicialmente planteada. El uso de rangos objetivos en lugar de metas centrales tampoco parece ser la solución, pues la amplitud necesaria para mantener la inflación dentro del rango establecido sería demasiado grande para servir de guía a los agentes económicos. Esta dificultad para controlar y evaluar las acciones del Banco Central por parte del público puede acarrear costos en términos de credibilidad, incertidumbre o erosión de los incentivos para mantener la disciplina monetaria.

Para que estos costos disminuyan, la literatura ha planteado complementar el esquema de metas de inflación con el uso de los objetivos intermedios tradicionales. Los agregados monetarios o el tipo de cambio son variables más visibles, que se adelantan a los cambios en la tendencia inflacionaria y, por lo tanto, facilitan el control del público sobre las acciones del Banco Central, particularmente en situaciones donde la autoridad monetaria no ha logrado aún establecer su reputación. Por cierto, en la medida que estas señales o lineamientos sean coherentes con el objetivo de inflación explícitamente anunciado, es posible esperar que la sustentabilidad y credibilidad del régimen se incremente. De igual forma, el anuncio de pronósticos, no necesariamente metas, sobre los agregados monetarios o el tipo de cambio en una trayectoria coherente con el objetivo de inflación, puede ayudar al público a vigilar si el curso de la política monetaria se encuentra en línea con la meta planteada; y la modificación de la política monetaria para corregir los desvíos en estas variables también colaborará al logro de la meta final, en la medida que ellos modifican la proyección de inflación. En efecto, es evidente que en economías abiertas y pequeñas, los movimientos en el tipo de cambio serán un componente central de la inflación y, por lo tanto, requerirán de acciones del Banco Central independientemente de si se utiliza el tipo de cambio como ancla nominal.

Una forma complementaria para resolver el problema de control del público sobre las acciones del Banco Central y de credibilidad antes mencionado, es generar una mayor transparencia y apertura de la información que manejan las autoridades. De esta forma, la entrega de información relevante permitiría a la opinión pública evaluar en todo momento la gestión del Banco Central tanto en lo referente a la consistencia de la proyección de inflación como a la coherencia de sus acciones con estas proyecciones. La publicación de Informes de Inflación es un paso en este sentido. Sin embargo, esta mayor transparencia no debe necesariamente ser interpretada como una consecuencia directa del establecimiento de regímenes de objetivos de inflación. La mayor transparencia es una condición que cada vez toma más

fuerza dentro del desarrollo de la política económica, por cuanto en conjunto con políticas macroeconómicas consistentes y reglas del juego claras, la mayor información sobre el accionar de las políticas permite aumentar el grado de estabilidad de la economía, permitiendo así a los agentes tomar mejores decisiones tanto de consumo como de inversión. En particular, es ampliamente aceptado en la nueva literatura de crecimiento que la presencia de un clima de estabilidad económica y política es el mejor escenario para el crecimiento y la reducción de la inflación.

Finalmente, en relación a si estos esquemas de inflación pueden ser utilizados exitosamente en países de alta inflación, es importante recalcar que un elemento fundamental que debe estar presente en el desarrollo de estos regímenes es la credibilidad de la autoridad monetaria para cumplir con sus objetivos. En efecto, en países que buscan una trayectoria decreciente para la inflación, el anuncio de metas de inflación es una forma efectiva de comunicar al público las intenciones de la autoridad monetaria, y si ésta cuenta con credibilidad, de minimizar los costos en términos de actividad o vulnerabilidad externa de una estrategia de desinflación. Sin embargo, el mero establecimiento de metas cuantitativas sobre la inflación no genera credibilidad, en especial en países con una larga experiencia inflacionaria o que han vivido un episodio reciente de aceleración en esta variable. En particular, frente a un cambio de régimen de política monetaria, será difícil juzgar la calidad de las proyecciones de inflación que entrega el Banco Central, y probablemente el principal elemento de incertidumbre sobre el curso futuro de la inflación será precisamente la voluntad de las autoridades monetarias de reducir la inflación. En este entorno, la utilización de objetivos intermedios menos sofisticados, pero más fáciles de controlar, junto con el anuncio de metas explícitas de inflación, puede ser una estrategia más apropiada, al menos en una etapa inicial, mientras el Banco Central construye su credibilidad¹.

3. Consideraciones en la especificación de objetivos de inflación

Así como la credibilidad de la autoridad monetaria es importante para decidir si es posible introducir con éxito una política de objetivos de inflación, la especificación de los parámetros de ella también es fundamental para asegurar su sustentabilidad en el mediano plazo. Entre los paráme-

¹ Es importante considerar que la factibilidad de este argumento es mucho mayor al considerar como objetivo intermedio el tipo de cambio que algún agregado monetario. Esto último, producto de la existencia de inestabilidades en la demanda por dinero que se han verificado en un número importante de economías.

tros que se deben definir están: determinar el índice de precios que se utilizará como objetivo, decidir si se anunciarán objetivos de niveles o de rangos de inflación, establecer el horizonte de tiempo de la política, definir el ritmo óptimo de reducción de la tasa de inflación y determinar los eventos o *shocks* económicos que se aceptarán como causas justificadas para la suspensión temporal o el incumplimiento de la meta.

Índice de precios que se utilizará como objetivo

Una de las primeras consideraciones que es necesario tener en cuenta en la implementación de objetivos de inflación es la elección del índice de precios que se va a considerar como objetivo. Dado que las agencias oficiales de estadísticas usualmente producen más de una medida de inflación, la pregunta que surge de inmediato es sobre qué índice se realizará el objetivo. Además, el hecho de que sea el gobierno la fuente oficial de medición de la inflación, constituye por sí misma una amenaza a la credibilidad.

La experiencia de los países que han establecido objetivos de inflación indica que existe una mayor confianza pública en aquellas medidas más puras, que incluyen todos los productos de la canasta del IPC, en vez de medidas más suaves, diseñadas para reflejar las presiones de inflación subyacentes a través de la exclusión de ítemes volátiles tales como energía, alimentos e intereses, o mediante ajustes por estacionalidad. De esta forma, se debería tender a preferir medidas oficiales de inflación que no sólo incluyeran a todos los productos de la canasta, sino que también fueran publicadas oportunamente y que rara vez fueran modificadas.

La discusión respecto a qué medición de inflación se debe usar es un tema que ha estado en la mayoría de los países que han establecido objetivos de inflación. En particular, Nueva Zelandia ha definido su objetivo en términos de un índice subyacente que es ajustado por cambios en las tasas de interés, en los impuestos indirectos y bruscas variaciones en el precio del petróleo, mientras que Inglaterra utiliza un índice de inflación subyacente que excluye el efecto de los pagos de intereses de los créditos hipotecarios. Además de la discrecionalidad en la elección de qué ítemes excluir, el cuestionamiento de estos indicadores subyacentes se hace mayor en el caso de Nueva Zelandia que en el de Inglaterra, puesto que en el primero lo calcula el mismo Banco Central, mientras que en el segundo lo calcula la Oficina Central de Estadística. Ciertamente, la discrecionalidad como la nula independencia en la generación de los índices que se van a utilizar como objetivo constituye un factor que debilita la credibilidad de la política.

Objetivos de niveles o de rangos de inflación

Un parámetro que es necesario definir y en torno al cual se ha generado una gran discusión teórica, es si el objetivo de inflación debe ser formulado a base de una cifra puntual o un rango. Los argumentos en favor de una cifra puntual se fundamentan en la posible ventaja de que ésta provea un ancla específica a las expectativas de inflación, mientras que el anunciar una banda explícita para el objetivo puede ser preferible si ésta incrementa la transparencia del régimen de política y, además, permite aumentar la flexibilidad de la autoridad monetaria para acomodar cualquier desviación no atribuible a la política. En general, la mayoría de los países que han adoptado políticas de metas explícitas de inflación han considerado que la fijación de rangos tiene la virtud de dar mayor flexibilidad para acomodar los *shocks* aleatorios y los rezagos inherentes de los efectos de la política monetaria sobre la inflación.

En relación a la amplitud de la banda, existe un *trade-off* entre la mayor probabilidad de lograr la meta a través de un rango amplio *versus* el grado de credibilidad de que existe un firme compromiso frente a la reducción de la inflación. Una banda excesivamente amplia provee poca disciplina a la política monetaria, pero una banda demasiado estrecha no da cabida a las oscilaciones en la inflación que son parte de un ciclo económico normal.

Horizonte de tiempo de la política

La definición del horizonte de tiempo en que se enmarca la política de objetivos explícitos constituye uno de los principales parámetros que deben ser considerados por las autoridades. En particular, el anuncio público del horizonte permite a los agentes tener una concepción clara sobre el período en que se espera obtener resultados de la política, así como también clarifica a los agentes el grado de compromiso en el tiempo de las autoridades con la estabilidad de precios. De igual forma, la evidencia empírica ha tendido a apoyar que los objetivos de inflación deben ser expresados en la forma de un horizonte de tiempo de varios años, reconociendo así que la política monetaria afecta la inflación con un rezago considerable. Por eso, en el caso de un proceso de desinflación, una posibilidad es definir metas de inflación para finales del período considerado o establecer metas anuales con una cierta trayectoria hacia el objetivo de mediano y largo plazo. El problema en la primera de estas posibilidades es que al no existir objetivos

para la trayectoria de la inflación anteriores al vencimiento del plazo establecido, el cumplimiento de la meta queda sujeto a efectos transitorios que escapan del control del Banco Central y que arriesgan el logro del objetivo, aun cuando se hayan seguido políticas coherentes con la reducción de la inflación. En este sentido, parece más consecuente diseñar una política sobre la base de sendas de inflación que permitan *evaluar la gestión de la autoridad monetaria* en todo momento, independientemente de fenómenos puntuales que puedan ocurrir al final del período, o bien, establecer metas fundamentadas en la percepción y pronóstico de los agentes del mercado respecto a la futura evolución de los precios.

Cuando el objetivo sea mantener una cierta tasa de inflación, una posibilidad es definir un rango o una tasa por un período de tiempo indefinido, la cual sea evaluada en forma continua durante el año o, en su defecto, en algún momento determinado dentro del año.

Ritmo óptimo de reducción de la inflación

Una cuarta consideración que hay que tener presente es el ritmo óptimo de reducción de la inflación en el mediano plazo que se desea introducir mediante la utilización de objetivos de inflación. Esta consideración resulta de suma importancia por cuanto no es claro cuál será la trayectoria óptima hacia el objetivo elegido cuando se está en una situación en que el objetivo de inflación se encuentra por debajo de la tasa actual. En particular, si la inflación excesiva es un impedimento al desarrollo de la economía, la reducción de la inflación en forma rápida debería aparecer como la mejor opción; sin embargo, si la economía exhibe una tendencia a que la inflación persista, la elección de una estrategia de una desinflación rápida puede llevar a una interrupción significativa de la actividad económica. Un ejemplo de esto último lo constituyen los aumentos de riqueza, y por ende en el gasto agregado, asociados con disminuciones de la inflación más allá de los objetivos anunciados, que terminan por lo general con modificaciones de la política monetaria y su consecuente efecto sobre la actividad económica.

La experiencia de diversos países, en la cual se incluye la experiencia chilena de los años noventa, indica que se ha favorecido la reducción gradual de la inflación, argumentando que existen fuertes rezagos en los efectos de la política monetaria sobre la inflación, principalmente debido a la existencia de indexaciones en el mercado laboral. Además, se ha favorecido la política gradual, pues se cree que un ritmo claro y preestablecido de reducción de inflación afecta positivamente la credibilidad de la política y

facilita la reducción de la inflación cuando se pretende alcanzar niveles de inflación muy inferiores a los registrados históricamente.

Flexibilidades en el objetivo

Una quinta consideración que es necesario tener presente en el diseño de una política de objetivos inflacionarios es definir la actitud que habrá de tomar la autoridad monetaria ante inesperados *shocks* económicos, en cuanto a mantener o suspender temporalmente el objetivo. En efecto, la presencia de *shocks* aleatorios puede llevar ocasionalmente a desviar la inflación del objetivo buscado. Esto último puede suceder a pesar de la existencia de un grado importante de compromiso por parte del Banco Central en su política antiinflacionaria. La presencia de rezagos en la efectividad de los instrumentos de política y la demora en las respuestas de las variables que se quiere afectar con la política monetaria hacen casi imposible revertir en un tiempo breve los efectos adversos sobre la tasa de inflación de *shocks* aleatorios. En general, los *shocks* adversos, ya sea de oferta o de demanda externa, resultan particularmente problemáticos, por cuanto tienden simultáneamente a aumentar la inflación y a bajar el producto. En estos casos, el Banco Central enfrenta un dilema entre elegir contrarrestar los efectos inflacionarios del *shock* (con los posibles efectos adversos sobre la actividad real) y elegir la acomodación del *shock*, permitiendo el aumento inflacionario. Adicionalmente, en este último caso, el Banco Central también debe decidir cuán rápido desea que la inflación vuelva a la trayectoria objetivo.

En este sentido, cuando la autoridad monetaria anuncia una política de objetivos de inflación debe ser prudente para especificar las circunstancias bajo las cuales se aceptarán desviaciones de los objetivos. En efecto, en varios estatutos de bancos centrales se acepta que las autoridades monetarias son sólo responsables de los efectos de *shocks* de demanda sobre los precios y no sobre los *shocks* de oferta; por este motivo, existen ciertas excepciones que, de ocurrir, deberían ser excluidas de la inflación total para determinar el cumplimiento del objetivo por parte del Banco Central. Así, el considerar desvíos temporales del objetivo ante la presencia de ciertos *shocks* particulares y de cierta magnitud, permite lograr un equilibrio entre el grado de compromiso de la política y su flexibilidad. Es importante considerar que esta exclusión de ciertos *shocks* persigue únicamente evaluar en mejor forma el cumplimiento del Banco Central con el objetivo. Sin

embargo, si entre los agentes y la autoridad hay problemas de información respecto a cuáles son estos *shocks* particulares y qué criterios se utilizarán para excluirlos en un momento determinado, entonces es posible que desvíos del objetivo puedan provocar un dilema en la evaluación de la gestión del Banco Central. Este dilema se produciría aun *ex-post*, ya que a los agentes no les es posible saber o diferenciar si la autoridad excluyó ciertos precios con el objetivo de justificar una tasa de inflación por sobre el nivel anunciado previamente o si el desvío fue producto de situaciones ajenas al dominio de la política monetaria.

Países como Canadá y Nueva Zelanda han incorporado algunos eventos bajo los cuales se acepta la suspensión temporal de la meta. En el caso de Nueva Zelanda, se han considerado como *shocks* que permiten la desviación temporal del objetivo de inflación los eventos específicos que no son controlados por el Banco Central, tales como incrementos en los impuestos indirectos y cambios en las tasas de interés hipotecarias, así como las crisis asociadas a desastres naturales, los cambios de gobierno y las fluctuaciones en los términos de intercambio. Las cláusulas incorporadas por Canadá no resultan muy diferentes de las incluidas en el programa de Nueva Zelanda. Finlandia, en cambio, no incluyó estas excepciones en el diseño de su política, argumentando que van en desmedro de la credibilidad del régimen de objetivos de inflación.

4. Experiencia de países con objetivos de inflación

Las metas de inflación surgieron hace sólo seis años atrás; sin embargo, la popularidad de este nuevo diseño de política monetaria ha crecido rápidamente. Los objetivos explícitos de inflación fueron inicialmente adoptados por Nueva Zelanda en 1990, bajo el Policy Targets Agreement entre el Gobernador del Banco Central y el Ministro de Hacienda. Canadá le siguió en febrero de 1991, introduciendo metas de reducción de inflación acordadas por el Banco Central en conjunto con el gobierno canadiense. Desde entonces, se han anunciado objetivos explícitos de inflación de mediano plazo en Israel (diciembre de 1991), Inglaterra (octubre de 1992), Suecia y Finlandia (principios de 1993), México (septiembre de 1994) y, más recientemente, en España (noviembre de 1994). También Australia tiene objetivos cuantitativos de inflación.

Simultáneamente, otro grupo de países fue adoptando objetivos de inflación menos formales, que típicamente han consistido en establecer metas de inflación de mediano plazo. Este fue el caso de Alemania, que anunció su

intención de mantener la tasa de inflación a niveles inferiores o iguales a 2% anual. En 1994, países como Francia, Italia y Suiza comenzaron a anunciar objetivos de inflación en la línea de Alemania y, en Estados Unidos, se han iniciado conversaciones en la Reserva Federal referentes a reemplazar los objetivos múltiples de política monetaria por una aplicación más clara de metas de inflación de mediano plazo. Chile, por su parte, ha anunciado desde 1991 metas anuales de inflación y sólo informalmente el Banco Central ha manifestado su intención de lograr hacia fines de siglo una tasa de inflación del orden de las que presentan los países desarrollados².

En general, la mayoría de los países que han introducido objetivos explícitos de inflación en los años recientes habían adoptado anteriormente objetivos intermedios nominales para lograr la estabilidad de precios. Así, por ejemplo, utilizaron el tipo de cambio nominal y/o los agregados monetarios como indicadores intermedios durante la década de los ochenta. En el caso de utilizar los agregados monetarios, se cuenta a Canadá en la primera mitad de los años ochenta, Inglaterra desde mediados de los años setenta y gran parte de la década pasada, y a España hasta muy recientemente, sólo por nombrar algunos. Sin embargo, la inestabilidad de la demanda de dinero, consecuencia en gran medida de la liberalización financiera, se tradujo en la ausencia de relaciones estables entre las metas monetarias y el ingreso nominal, generando desviaciones del objetivo de reducción de la inflación. Producto de lo anterior, surgió un importante escepticismo frente al uso de políticas monetarias basadas en reglas de comportamiento de variables correlacionadas con la inflación.

En el Cuadro N° 1 se presentan los países que actualmente cuentan con regímenes de objetivos de inflación formales e informales. En particular, se observa que la definición del índice de inflación utilizada por cada país varía dependiendo de las características de cada economía. De igual forma, existe variabilidad en la manera en que se expresan los objetivos de inflación, en forma de un rango o de un nivel específico. Finalmente, el horizonte de tiempo por el cual la política es anunciada va desde un año específico hasta un tiempo indefinido, que es expresado como mediano plazo. Por la importancia que tienen las experiencias de países que han adoptado formalmente objetivos de inflación, a continuación se describen las experiencias de Nueva Zelandia, Inglaterra, Canadá, Finlandia y Suecia, experiencias que en lo fundamental se resumen en el Cuadro N° 2. Adicionalmente, y a modo de comparación, se presenta una breve descripción de países con metas menos formales de inflación, tales como Alemania e Italia.

² Informalmente, la tasa de inflación de países desarrollados se ha asociado a una que se ubicaría en el rango de 3% a 4% anual.

CUADRO N° 1 OBJETIVOS DE INFLACIÓN

	Índice utilizado como objetivo	Período del objetivo	Tasa objetivo ¹
Países con metas establecidas oficialmente			
Canadá	IPC ²	1995 - 1998	1 - 3
Inglaterra	IPR ³	mediano plazo	1 - 4
Nueva Zelandia	IPC ⁴	comenzando en 1994	0 - 2
Suecia	IPC ⁵	comenzando en 1995	1 - 3
Finlandia	IPC ⁶	comenzando en 1995	2
Países con metas inflacionarias informales			
Francia	deflactor PIB ⁷	mediano plazo	máx 2
Alemania	deflactor PIB ⁷	mediano plazo	máx 2
Italia	deflactor GCP ⁸	en 1996	2
Suiza	deflactor PIB ⁷	mediano plazo	2
Dinamarca		mediano plazo	2 - 3
España		en 1997	3
Australia		mediano plazo	2 - 3

Notas:

¹ Expresado en unidades porcentuales anuales.

² La meta oficial es el IPC total, pero se utiliza un índice que excluye alimentos, energía y efectos temporales de los impuestos indirectos como objetivo operacional.

³ Índice de precios minoristas que excluye pagos de intereses hipotecarios. La meta de largo plazo es alcanzar una tasa de inflación dentro de la mitad inferior de la banda objetivo (1 - 2,5) a fines de 1997.

⁴ IPC excluyendo impuestos.

⁵ IPC excluyendo impuestos indirectos, subsidios y efectos directos de precios de importación.

⁶ IPC excluyendo impuestos indirectos, subsidios y costos financieros de vivienda.

⁷ Como la meta se fija en conjunto con supuestos de crecimiento del dinero, velocidad y producción real, el objetivo implícito se refiere al deflactor del PIB.

⁸ La meta de inflación es en términos del deflactor del gasto en consumo privado.

Fuente: OECD.

Nueva Zelandia

Nueva Zelandia fue el primer país en adoptar una política de objetivos específicos de inflación, proceso que ha incorporado varias de las ideas discutidas en la sección anterior. En particular, la preocupación central del gobierno neozelandés se ha centrado en fomentar la credibilidad del progra-

CUADRO Nº 2 OBJETIVOS DE INFLACIÓN

País	Índice utilizado como objetivo	Objetivos de inflación anunciados	Provisiones o excepciones	Autoridad que determina la meta	Cumplimiento de objetivos
NVA. ZELANDIA	IPC total.	Abr. 90: 3-5% en 1990 1,5-3,5% en 1991 0-2% en 1992 Dic. 90: 2,5-4,5% en 1991 1,5-3,5% en 1992 0-2% en 1993 Fines 93: 0-2% de 1993 en adelante	Aumento impuestos indirectos Desastres Naturales Cambio de Gobierno Aumento de tasa hipotecaria Shock términos de intercambio	Policy Trade Agreement (PTA) entre el Ministro de Hacienda y el Gobernador del Banco Central.	La tasa de inflación se mantuvo dentro, e incluso por debajo, del rango objetivo durante los primeros cuatro años, pero se elevó a partir de mediados de 1994, para terminar en 1995 con una variación anual de 3%.
CANADÁ	IPC. Se utiliza IPC excluyendo alimentos, energía y efectos temporales de los impuestos indirectos como objetivo operacional.	Feb. 91: 3% en 1992 2,5% mediados 1994 2% en 1995 Dic. 93: 2% hasta 1998 Considera banda de $\pm 1\%$ en torno a la meta.	Similar a Nueva Zelanda	Ministro de Hacienda y Gobernador del Banco Central.	La tasa de inflación cayó dramáticamente durante 1991 y permaneció por debajo del rango objetivo entre 1992 y 1994. En 1995 la tasa de inflación fue levemente inferior a la meta planteada
INGLATERRA	Índice de precios minoristas excluyendo pago de interés hipotecario.	Oct. 92: 1-4% mediano plazo 1-2,5% largo plazo (1997) < 2,5% después de 1997	Cambios en impuestos indirectos y subsidios.	Ministro de Hacienda	La inflación se ha ubicado dentro del rango objetivo de mediano plazo desde la implementación de la política de objetivos.
FINLANDIA	IPC excluyendo impuestos indirectos, subsidios y costos de financiamiento de vivienda.	Feb. 93: 2% de 1995 en adelante	No tiene	Banco de Finlandia	En 1995 se cumplió el objetivo de inflación planteado.
SUECIA	IPC excluyendo impuestos indirectos, subsidios, tasa de interés hipotecaria y efecto directo de precios de importación.	Ene. 93: 2% de 1995 en adelante Considera banda de $\pm 1\%$ en torno a la meta.		Banco de Suecia	En 1995 se cumplió el objetivo inflación planteado.

ma de estabilidad de precios. Para esto, se han introducido en la economía varios elementos dirigidos a controlar en mejor forma la inflación, incluyendo entre estas medidas aquellas relacionadas con el establecimiento de una mayor autonomía del Banco Central y de mejores mecanismos de evaluación de su desempeño, las cuales han sido diseñadas específicamente para reforzar la credibilidad del programa.

Hasta mediados de los años ochenta, la política monetaria en Nueva Zelandia había sido diseñada en función de cumplir varios objetivos, los cuales raramente fueron totalmente especificados. Consecuentemente, el país exhibió por varios años un persistente bajo crecimiento y una de las tasas de inflación promedio más altas entre los países miembros de la OECD (entre 1970 y 1985, el índice de precios creció más de siete veces). El nuevo gobierno Laboral, electo en 1984, introdujo varias reformas estructurales dirigidas a fortalecer el rol del mercado y restablecer los equilibrios macroeconómicos. Entre estas reformas, se cuentan una amplia liberalización de los mercados financieros, el establecimiento de un tipo de cambio flotante y la redefinición de la política monetaria, dándole un mayor énfasis al control de la inflación.

Es así como a fines de los años ochenta los esfuerzos se dirigieron a institucionalizar el objetivo antiinflacionario de la política monetaria y a crear las condiciones para asegurar su efectividad. Entre estas medidas, se incluyó el establecimiento de una mayor independencia para el Banco Central de Nueva Zelandia, el cual previamente había operado con un grado limitado de autonomía en materia de política monetaria. Este proceso culminó con la promulgación en 1989 del Acta del Banco Central, la cual estipuló que la tarea principal del Banco Central sería la de formular y aplicar la política monetaria en función del objetivo económico de alcanzar y mantener la estabilidad del nivel general de precios. De acuerdo al Acta, el objetivo de estabilidad de precios debería ser detallado claramente a través del "Policy Targets Agreement (PTA)", el que debía ser acordado periódicamente por el gobernador del Banco Central y el Ministro de Finanzas.

Aun cuando el programa económico de Nueva Zelandia ha priorizado el establecimiento de una alta autonomía de las operaciones monetarias del Banco Central, el Acta de Autonomía del Banco Central contempla una importante consideración según la cual es el gobierno y no el Banco Central el que define los objetivos de inflación. A pesar de esto último, en la práctica se ha alcanzado un grado considerable de colaboración entre el gobierno y el Banco en el proceso de establecer los objetivos explícitos de inflación. Por otra parte, de acuerdo al Acta de Autonomía, el gobierno no

puede participar e instruir al Banco en la operatoria de la política monetaria, dándole un alto grado de independencia en sus operaciones diarias. Debido a esta disposición, el Banco Central ha acumulado una reputación como el banco central más independiente del mundo, si bien su independencia no es absoluta³.

Hasta ahora, los objetivos acordados bajo el PTA han tomado la forma de requerir al Banco Central que contenga la tasa de inflación (definida como la tasa trimestral anualizada del IPC) dentro de un rango particular (de alrededor de dos puntos porcentuales) durante un período de varios años⁴. Una vez establecidos los objetivos de inflación, el Banco Central es libre de elegir el medio por el cual serán alcanzados.

Como una manera de fortalecer el entorno antiinflacionario y aumentar así la credibilidad del objetivo explícito de inflación, el programa económico ha tendido a enfatizar cada vez más la transparencia de la gestión de las autoridades. De esta forma, existe un claro entendimiento tanto del gobernador del Banco Central como de las demás autoridades del PTA, y en particular los objetivos explícitos de inflación deben ser mirados como los patrones contra los cuales se evalúa la gestión de la autoridad monetaria. Adicionalmente, se ha establecido que el Banco Central debe publicar cada seis meses un informe oficial que resuma los hechos acontecidos en política monetaria de los últimos seis meses y, también, un detalle de cómo la política monetaria de estabilidad de precios será conducida en los períodos siguientes. Sobre la base de los contenidos de este informe, el gobernador del Banco Central es regularmente examinado por el parlamento.

En conjunto con los objetivos explícitos de inflación, el gobierno de Nueva Zelanda también ha emprendido una política fiscal austera con objetivos específicos de reducción del déficit. De esta forma, se ha buscado reducir el riesgo de llegar a necesitar financiamiento para déficits futuros que pudieran presionar sobre la política antiinflacionaria del Banco Central. En efecto, después de dos décadas de persistentes déficit que alcanzaron a más del 5% del PIB, el gobierno central ha tendido a aproximarse al equilibrio fiscal en 1993 y 1994. Por otra parte, para incrementar la transparencia de la posición fiscal, en 1991 el gobierno cambió su contabilidad del presu-

³ Esto por cuanto posee independencia sólo en los instrumentos y políticas que aplica, pero no en la determinación de los objetivos.

⁴ Los objetivos de inflación en Nueva Zelanda se establecen en términos de una banda de $\pm 1\%$ de amplitud, reconociendo el hecho de que la política monetaria no puede ser calibrada de manera de alcanzar una tasa de inflación exacta. El punto medio de la banda, más que la banda en sí, constituye el objetivo de la política monetaria.

puesto a una de base devengada⁵. Adicionalmente, y para reforzar la independencia del Banco Central, el gobierno y el Banco revisaron los convenios de financiamiento del instituto emisor, reemplazando el sistema previo por uno que establece un acuerdo de financiamiento de mediano plazo (5 años). Debido a que este acuerdo de financiamiento fija nominalmente por adelantado el presupuesto operacional del Banco Central por varios años, se crea un incentivo adicional para que el Banco mantenga el valor de la moneda.

Por otra parte, y a modo de reforzar la sustentabilidad de la política de objetivos, en 1994 se introdujo el Acta de Responsabilidad Fiscal (ARF), la cual, al igual que el Acta del Banco Central, fue diseñada para aumentar la transparencia y definir el grado de responsabilidad de la política fiscal. En particular, el Acta establece una serie de principios a los que el gobierno debe adherir en la realización de la política fiscal. De esa forma, si el gobierno desea desviarse de estos principios, debe justificar las razones de por qué se desvía, así como debe establecer las implicancias fiscales sobre el objetivo final de inflación. Esto último permite establecer claramente las responsabilidades de las autoridades sobre el cumplimiento del objetivo inflacionario. En la práctica, el Acta ha significado, por una parte, que la política fiscal se diseñe con un criterio de mediano y largo plazo y con un sesgo hacia la obtención de superávit y reducciones de deuda, y por otra parte, ha fortalecido los incentivos para lograr que las políticas monetaria y fiscal sean diseñadas en forma congruente con el objetivo final de inflación.

El sistema establecido en Nueva Zelanda permite cierta flexibilidad en el evento de sucesos no pronosticados. Es así como ante un objetivo ya establecido, el gobierno puede iniciar su revisión a través de apelar a ciertas disposiciones. En tal eventualidad, el gobierno podría establecer objetivos distintos a la estabilidad de precios como objetivo principal de la política monetaria por un período no superior a doce meses. Sin embargo, el procedimiento para esto requiere una revisión formal y pública, incluyendo el arreglo de un nuevo PTA en el parlamento que sea congruente con los nuevos objetivos; requerimientos que ciertamente permiten disminuir los efectos adversos que produce la existencia de tales disposiciones sobre la credibilidad de la política.

Por otra parte, el actual PTA incluye algunas advertencias que permiten desviaciones temporales del objetivo explícito, en el evento que ocu-

⁵ Por ejemplo, bajo esta metodología los pasivos previsionales son tratados como gastos cuando ellos se incurren y no cuando ellos son pagados.

rran ciertos *shock* específicos no controlados por el Banco Central. Por ejemplo, un fuerte incremento en los impuestos indirectos puede permitir una desviación temporal del objetivo inflacionario. Entre otros *shocks* considerados en el PTA que pueden llevar a desviar temporalmente el objetivo, se cuentan los asociados a desastres naturales y otras crisis, a cambios de gobierno, y a grandes cambios en las tasas de interés de las hipotecas y en los términos de intercambio. La lista de tales *shocks* en el PTA no intenta ser exhaustiva o prescriptiva, sino sólo indicativa. En cualesquiera de los casos, si el Banco Central apela a alguna consideración para desviarse temporalmente del objetivo, éste debe proveer un estimado de los efectos del *shock* en el IPC y una explicación de su proceder.

Otro tema importante en esta nueva estrategia monetaria ha sido la elección del índice. Debido a que una gran proporción de las deudas hipotecarias en Nueva Zelandia están pactadas a tasas de interés variables, la meta de inflación medida por el IPC (que incluye costos hipotecarios como parte del costo de vivienda) puede ser sensible a la política monetaria. Se puede dar el caso de que cuando la autoridad monetaria ve que la tasa de inflación se encuentra en el límite superior del objetivo, el Banco puede tener un incentivo perverso para suavizar su política monetaria en orden a obtener en el corto plazo una caída de la inflación medida, como consecuencia de la reducción de la tasa de interés de las hipotecas. Sobre esta base, el Banco Central ha solicitado que el objetivo de inflación sea especificado en términos de un índice que es ajustado por este efecto de la tasas de interés⁶. Sin embargo, el gobierno ha insistido en usar el IPC total como objetivo, debido a que éste tiene un carácter de estadística oficial. Además, con esta actitud el gobierno de alguna forma ha reconocido que la credibilidad del objetivo explícito de inflación puede verse disminuida si éste se basa en un índice construido por el Banco Central.

Las proyecciones de inflación juegan un rol preponderante en el diseño de política monetaria de Nueva Zelandia, ya que se ha estimado que la política monetaria afecta la evolución de la inflación con un rezago importante (de dos a ocho trimestres). De acuerdo al Banco Central, las variables fundamentales que afectan la inflación son el tipo de cambio nominal, los precios externos, la productividad, los salarios y el margen de ganancias. Además, el Banco Central monitorea otros indicadores financieros y reales que le ayudan a evaluar la instancia monetaria, tales como la estructura de tasas, agregados monetarios y crediticios y encuestas de expectativas de inflación. Aun cuando el Banco Central de Nueva Zelandia no

⁶ En la actualidad este índice es calculado por el Banco Central de Nueva Zelandia y se conoce como HAPI.

establece formalmente objetivos intermedios para el desarrollo de su política monetaria, en la práctica la necesidad de comportarse con criterio *forward-looking* ha llevado a que la proyección de inflación, elaborada a partir de una variedad de indicadores, cumpla ese papel de objetivo intermedio. Así, cuando la proyección de inflación se ha ubicado por encima de lo presupuestado como objetivo, o existe una cierta probabilidad de que eso ocurra, entonces la política monetaria ha tendido a ser más restrictiva; y viceversa.

Como se mencionó anteriormente, el objetivo de inflación es sobre la inflación total y no sobre una inflación subyacente. Sin embargo, la política monetaria se realiza en función de la subyacente, tratando que esta última se ubique en el medio de la banda de 0 a 2%. El Banco Central, de acuerdo al Acta, es responsable sólo de los efectos de *shock* de demanda sobre los precios y no de los *shocks* de oferta; por ese motivo, existen ciertas excepciones que, de ocurrir, deberán ser excluidas de la inflación total para determinar el cumplimiento del objetivo por parte del Banco Central. De esta forma, el Banco Central, a través de su publicación “Informe de Inflación”, que aparece semestralmente, explica las diferencias entre ambos indicadores (IPC total e IPC subyacente). Cada seis meses el pronóstico de inflación es revisado, llevando a una nueva instancia de política. Tres meses después de aparecido el “Informe de Inflación” aparece el *Forecast Revision*, en el cual se revisa la proyección de inflación y se hacen públicas las proyecciones de las demás variables macroeconómicas.

En relación a los resultados de la política de objetivos, el Gráfico N° 1 exhibe la tasa de inflación para el período comprendido entre mediados de los años ochenta y fines de 1995. En este gráfico se presenta, además, la información respecto a los objetivos explícitos de inflación determinados por las autoridades de Nueva Zelanda. En abril de 1990, el Banco Central anunció por primera vez una política de objetivos explícitos de inflación mediante la definición de un rango para la tasa de cambio del IPC para los próximos tres años. En efecto, se estableció una señal de 3-5% para fines de 1990, un objetivo oficial de 1,5-3,5% que debía alcanzarse hacia fines de 1991 y un rango entre 0-2% para fines de 1992. Con el cambio de gobierno en diciembre de 1990, los objetivos iniciales fueron revisados hacia arriba y extendidos hasta 1993. Los nuevos objetivos explícitos de inflación fueron puestos en un rango de 2,5-4,5% para fines de 1991, 1,5-3,5% para fines de 1992, y 0-2% para fines de 1993. A fines de 1993, las autoridades decidieron extender por un período de duración indefinida el rango de 0-2%. El actual rango ha sido interpretado como de aplicación continua y no tiene la interpretación anterior, que sólo se refería a un objetivo de fines de año. En principio, esto último le ha quitado espacio al Banco Central en el evento de que la tasa de inflación trimestral anualizada se mueva fuera del rango durante algún período del año.

En relación al comportamiento de la inflación, el gráfico muestra que a partir de 1990 la tasa de inflación comenzó una tendencia decreciente que continuó hasta principios de 1992, para posteriormente, en los períodos siguientes, estabilizarse en torno a 1,5%. Durante 1990, la tasa de inflación se ubicó dentro del rango establecido por la política de objetivos; sin embargo, la rápida caída de la inflación hizo que la tasa se ubicara durante gran parte del período por debajo de los límites inferiores de los rangos para los años 1991 y 1992. A partir de 1993 y durante gran parte de 1994, la tasa de inflación se mantuvo dentro del rango establecido de 0-2%, fluctuando básicamente en torno al 1-1,5%. Sin embargo, a partir de 1995 la tasa de inflación se ha elevado por encima del rango establecido. En efecto, desde principios de 1994 se han evidenciado presiones al alza en la tasa de inflación de Nueva Zelandia, reflejo de una expansión de la demanda por sobre la tasa de crecimiento sostenible de la capacidad productiva de la economía. Lo anterior se ha producido a pesar de la significativa desaceleración que ha experimentado el gasto respecto a los elevados niveles que alcanzara en el período 1993/94, derivando en un repunte de la inflación medida que alcanzó una tasa de crecimiento cercana al 3% a fines de 1995.

Esta tasa de inflación, sin embargo, captura no sólo las presiones sobre la inflación provenientes de excesos de demanda, sino también se ve afectada por cambios en las tasas de interés, tarifas públicas y *shocks* de oferta. Un ejemplo concreto fue el alza de inflación registrado a fines de 1994, producto de un fuerte aumento de las tasas de interés. Pese a lo anterior, las presiones de demanda sobre la capacidad productiva han repercutido en una aceleración no sólo de la inflación medida, sino también de la inflación subyacente. Esto ha llevado a que la inflación subyacente superara el límite superior del rango objetivo de 0-2% en dos ocasiones en los últimos dos años: en junio de 1995 (2,2%) y, recientemente, en marzo de 1996 (2,1%). Lo anterior ha obligado al Banco Central a elevar sus proyecciones de inflación para los períodos posteriores, estimando que la inflación subyacente permanecerá en torno, o incluso por sobre, el límite superior de este rango en lo que resta del año, para alcanzar su máximo registro en septiembre del presente año. No obstante, se espera que el comportamiento alcista de la inflación subyacente se revierta drásticamente a partir de esa fecha, llegando a una tasa inferior al 1% hacia fines de 1997.

El desempeño del crecimiento económico de Nueva Zelandia bajo la política de objetivos explícitos de inflación es difícil de evaluar. Luego de una drástica caída durante el primer año del nuevo régimen, el producto ha tendido a crecer en torno al 4,5% anual durante los últimos tres años. El

desempleo, en tanto, aumentó inicialmente a niveles por encima del 10%; sin embargo, éste ha tendido a disminuir en los últimos tres años, ubicándose en torno al 6,5% a fines de 1995. Dado el entorno internacional que ha enfrentado Nueva Zelanda en los últimos seis años, es difícil determinar si las actividades que decayeron inicialmente lo hicieron como consecuencia del programa de reducción de la inflación o por otros factores, tales como la recesión experimentada por los principales socios comerciales de Nueva Zelanda.

Sin embargo, es importante mencionar que las autoridades neozelandesas han podido reducir la tasa de inflación sin grandes incrementos en la tasa nominal de interés de corto plazo. En efecto, desde fines de 1990, cuando los actuales objetivos fueron anunciados e implementados, hasta mediados de 1994, las tasas de interés tanto de corto plazo como de mediano plazo han exhibido, en general, una tendencia decreciente (Gráfico N° 2). Las tasas de corto plazo medidas por las tasas de licitación de las letras del Tesoro a 3 meses cayeron a partir de 1990 casi ocho puntos porcentuales, alcanzando niveles de 6% en 1993. Con el fortalecimiento de las tasas de interés internacionales y cierta presión a la baja del tipo de cambio, las tasas volvieron a aumentar durante los últimos dos años para ubicarse en torno al 8,5% en el último trimestre de 1995.

GRÁFICO N° 1 NUEVA ZELANDIA: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % respecto igual trimestre del año anterior)

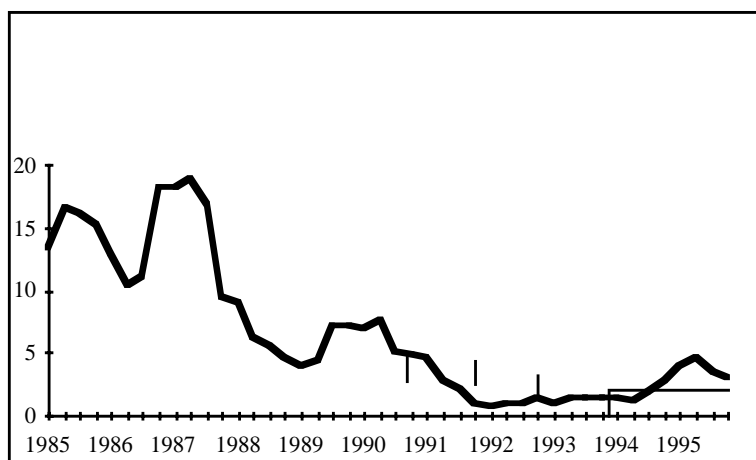
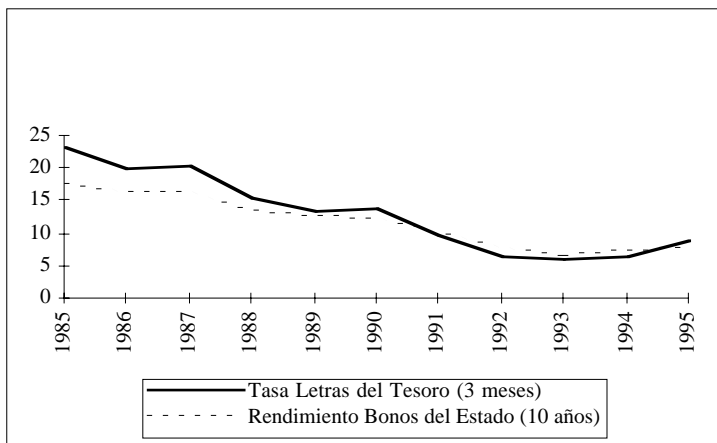


GRÁFICO N° 2 NUEVA ZELANDIA: TASAS DE CORTO Y LARGO PLAZO
(porcentaje anual)



Canadá

A fines de los años ochenta, la política monetaria de Canadá se encontraba abocada a la tarea de controlar la inflación en una economía que crecía fuertemente. A principios de 1988, el gobernador del Banco Central, John Crow, declaró que la estabilidad de precios debería ser el principal objetivo de la política monetaria, después de lo cual el Banco de Canadá comenzó a explorar la posibilidad de implementar metas explícitas de inflación. En efecto, a pesar de que el Banco Central se había abocado largamente a la estabilidad de precios como un objetivo primordial de su política monetaria, se comenzó a hacer evidente que este compromiso general no estaba teniendo los efectos deseados sobre las expectativas de inflación, y que sería conveniente reforzar este objetivo con metas intermedias o bien con el establecimiento de una trayectoria explícita y decreciente de la inflación. Ante la ausencia de metas intermedias viables, se confirmó la necesidad de establecer objetivos de inflación que hicieran más concreta y creíble la naturaleza del compromiso. En 1990, esta idea ya formaba parte activa del debate público sobre la definición de la futura política monetaria.

Claramente, en ese momento Canadá no tenía un problema serio de inflación como el que exhibía Nueva Zelandia cuando decidió implementar la política de objetivos explícitos de inflación. Durante las tres décadas anteriores, los precios al consumidor habían aumentado a una tasa anual en torno al 5%. Además, el producto había crecido en promedio más de 4%

por año en igual período, cifra superior, a excepción de Japón, a la de cualquier país de los G-7.

En febrero de 1991, el gobernador Crow y el Ministro de Finanzas, Michael Wilson, anunciaron conjuntamente el establecimiento de una trayectoria de objetivos para la tasa de inflación, medida ésta como la tasa de cambio en doce meses del IPC, excluyendo alimentos y energía⁷. La trayectoria de objetivos consistió en una meta del 3% hacia fines de 1992, del 2,5% a mediados de 1994 y del 2% a fines de 1995. Aún cuando en cada caso se estableció una banda del 1% en torno a la meta, para permitir cierta variabilidad inevitable en la tasa de inflación, se enfatizó que el objetivo era el punto medio de la banda y no el límite superior. Adicionalmente, el comunicado de prensa no anunciaba un objetivo explícito para después de 1995; sólo estipulaba que éste sería anunciado más adelante y se refería a la mantención de la estabilidad de precios. Sin embargo, éste se caracterizaba ampliamente como una tasa de inflación por debajo del 2%. A principios de 1994, el nuevo gobierno Liberal y el Banco Central reconfirmaron el apoyo al programa de objetivos explícitos y anunciaron una extensión del objetivo del 2% hasta 1998. Al igual que Nueva Zelandia, la extensión de los objetivos ha sido interpretada como un objetivo continuo y no limitado a fechas particulares.

El comunicado de prensa inicial fue seguido por un extenso documento que entregó información adicional y detalles sobre la operatoria de la política de objetivos de inflación. Éste incluía varias provisiones y otras condiciones ante la posibilidad de ciertas eventualidades que hicieran imposible el cumplimiento de las metas, las cuales no resultaban muy diferentes a las incluidas en el programa de Nueva Zelandia. Es así como las autoridades indicaron que si eventos inesperados empujaban la inflación más allá del rango establecido, se esperaba que el Banco Central trajera la inflación de regreso hacia la mitad de la banda y no más allá. Por ejemplo, si el efecto directo de un cambio en los impuestos sobre la tasa de inflación es medio punto porcentual o más, entonces el objetivo de inflación puede ser alterado temporalmente por el monto correspondiente. Adicionalmente, se permitieron ajustes de largo plazo en los objetivos, aunque éstos sólo podrían realizarse en circunstancias inusuales (ninguna de las cuales ha ocurrido en Canadá en los años recientes), tales como fuertes incrementos en el precio del petróleo o desastres naturales.

Al igual que otros países con políticas de objetivos de inflación, el Banco Central de Canadá requiere de buenas proyecciones de inflación y

⁷ El comunicado de prensa explicaba que por razones técnicas (menor volatilidad) el Banco Central tendría como meta el índice que excluía alimentos y energía; sin embargo, su movimiento en el largo plazo debía reflejarse en todos los componentes del índice. La meta final de la política es la estabilidad del nivel general de precios y no sólo de ciertos componentes.

predicciones acerca de cómo se ve afectada la estabilidad de precios por los cambios en las condiciones monetarias. Para ello utiliza, en la actualidad, un modelo estructural de la economía, cuyos principales componentes son la demanda agregada, el vínculo precios-salarios, una función de reacción de la política monetaria y una función de comportamiento del tipo de cambio y de la rentabilidad de los bonos de largo plazo. A partir de este modelo, se generan proyecciones trimestrales que son corregidas periódicamente por *shocks* recientes o cambios en otros indicadores, como la expansión monetaria (M2) y el crecimiento del crédito. Se ha dado un énfasis importante a la necesidad de distinguir aquellas variaciones que se producen en la tendencia de la tasa de inflación, de aquellas que provienen de *shocks* transitorios, por cuanto, y al igual que en Nueva Zelandia, la política monetaria sólo actúa frente a cambios de tendencia (variaciones en la inflación subyacente), pero no se considera apropiado reaccionar ante cambios transitorios. Por último, como un modo de incrementar la transparencia de la política, el Banco Central de Canadá comenzó, a partir de 1995, a publicar semestralmente un informe de inflación.

Durante el período de aplicación de la política de objetivos explícitos de inflación, el Banco de Canadá ha dado alta prioridad a aumentar la credibilidad de su programa de reducción de la inflación, tanto a través de reafirmar su propio compromiso con los objetivos como mediante el esfuerzo por convencer al público de los beneficios de una baja inflación. Sin embargo, a diferencia de Nueva Zelandia, la aplicación de la política de objetivos de inflación no fue acompañada de reformas institucionales de la política monetaria. Por otra parte, y al igual que Nueva Zelandia, Canadá también adoptó objetivos oficiales para la reducción del déficit público. En forma conjunta con la introducción de los objetivos de inflación, el gobierno anunció la iniciación del trámite legislativo para diseñar un programa de presupuesto fiscal de mediano plazo. En efecto, el Acta de Control de Gasto, aprobada en 1992, requirió que el programa de gastos (nominal) debía permanecer dentro de límites predeterminados hasta 1996.

En relación a la ejecución de la política y sus logros en materia inflacionaria, en el Gráfico N° 3 se muestra la tasa de inflación canadiense, que incluye todos los ítemes (la serie, que excluye alimentos y energía, ha seguido un patrón similar desde su introducción en 1987). Los objetivos oficiales de inflación se muestran con líneas, representando los objetivos y las bandas implícitas alrededor de ellos. La tasa de inflación en doce meses muestra un aumento importante, cercano al 7% en enero de 1991, como consecuencia de la introducción del impuesto nacional a las ventas que impactó directamente los precios al consumidor. El consenso general que existía a principios de 1991, cuando el programa de objetivos fue anuncia-

do, era que la tasa de inflación subyacente era de 4% ó 5% y debía declinar debido al estancamiento que exhibía la economía. Además, la tasa de desempleo había aumentado a cerca del 10%. En este contexto, el objetivo inicial de 3% de inflación para 1992 no parecía muy ambicioso. De todas formas, la tasa de inflación cayó dramáticamente durante 1991 y permaneció por debajo del límite inferior de la banda en los años 1992 a 1994, a pesar de la significativa depreciación del dólar canadiense. Durante 1995, la tasa de inflación aumentó, alcanzando una variación en doce meses levemente inferior al objetivo planteado del 2%.

En relación al comportamiento del producto durante los primeros años del programa de objetivos de inflación, éste exhibió un débil crecimiento. En efecto, y a pesar del substancial exceso de capacidad existente, la economía se expandió en promedio sólo un 0,5% durante los tres primeros años después de que el gobierno anunció la política de objetivos. Sin embargo, el bajo crecimiento puede también explicarse por factores tales como la débil demanda externa a consecuencia del lento crecimiento de Estados Unidos y la apretada política fiscal canadiense. A partir de 1994, el producto ha tendido a crecer en torno al 4%.

Aún cuando la política monetaria fue significativamente contractiva a fines de los años ochenta, los anuncios de los objetivos de inflación ocurrieron después que la tasa nominal de interés de corto plazo había declinado durante nueve meses, aproximadamente. Tanto la tasa de interés de corto como de largo plazo han tendido a declinar durante todo el período de aplicación de la política de objetivos (Gráfico N° 4).

GRÁFICO N° 3 CANADÁ: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % en doce meses)

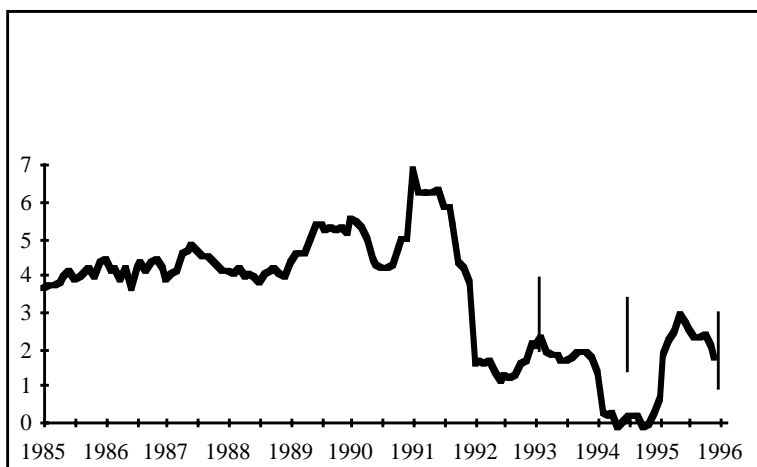
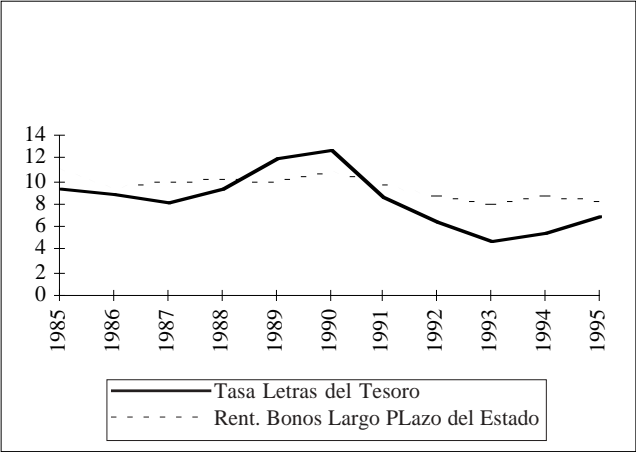


GRÁFICO N° 4 CANADÁ: TASAS DE CORTO Y LARGO PLAZO
(porcentaje anual)



Inglaterra

Cuando Inglaterra decidió integrar el mecanismo cambiario (ERM) del sistema monetario europeo en octubre de 1990, la tasa de inflación medida por el índice de precios al consumidor era cercana al 10%, el nivel más alto registrado desde principios de los años ochenta. La recesión económica y la estricta política monetaria, sumada a la incorporación al ERM, llevaron a que la tasa de inflación se redujera significativamente durante los primeros años de la presente década, alcanzando una variación en doce meses menor al 4% en el otoño de 1992. Sin embargo, en septiembre de 1992, siguiendo un período de severas presiones sobre la libra esterlina y varias otras monedas europeas, Inglaterra decidió suspender su asociación al ERM y permitió que la libra flotara. En un plazo relativamente breve, se hizo evidente que era necesario determinar un nuevo ancla nominal en la economía. Sobre esta base, el Ministro de Finanzas Lamont anunció en octubre de 1992 una política de objetivos explícitos de inflación, que establecía que en el mediano plazo el objetivo para la inflación subyacente⁸

⁸ Corresponde a una medida oficial de inflación que excluye el efecto distorsionador del pago de intereses de las hipotecas. Este índice es calculado por la Oficina Central de Estadísticas.

sería de 1-4%, mientras en el largo plazo el objetivo sería de 2%. En ese momento, Lamont no definió a que se refería con mediano plazo y largo plazo pero, posteriormente, se estableció que el objetivo de largo plazo era estar a fines de 1997 en la mitad inferior del rango de mediano plazo, es decir, en alrededor de 1-2,5%.

Dado que en ese momento la inflación se encontraba por debajo del 4% y existía suficiente espacio en la economía (el producto había caído 2,0% en 1991 y 0,5% en 1992 y la tasa de desempleo se empujaba en torno al 10%), el objetivo de mediano plazo no aparecía como un objetivo ambicioso. En contraste con los casos de Nueva Zelanda y Canadá, el régimen de objetivos explícitos de inflación en Inglaterra representó en cierta forma un relajamiento de la política monetaria, comparado con el período de asociación al ERM.

A diferencia de Nueva Zelanda, el espacio con que ha contado el Banco Central de Inglaterra para realizar una política monetaria independiente ha sido siempre bastante limitado. Incluso más, éste no recibió ningún incremento en su autonomía como consecuencia de la implementación de la política de objetivos explícitos de inflación y, a diferencia de otros países que han seguido este esquema, las decisiones de política monetaria en Inglaterra son tomadas por el gobierno y no por el Banco Central. Adicionalmente, el gobierno de Reino Unido no realizó ningún compromiso en su agenda fiscal para complementar la política de objetivos de inflación. Sin embargo, con el fin de aumentar la credibilidad de la política de control de la inflación, se amplió el grado de información que recibía el público sobre la gestión del Banco Central en materia monetaria.

En particular, el Banco Central de Reino Unido se ha comprometido a publicar trimestralmente un detallado informe sobre la evolución de la política de objetivos. En él se describe la gestión del instituto emisor en el control de la inflación, incorporando una discusión de sus procedimientos de pronóstico y un esbozo de cómo intenta cumplir con los objetivos de inflación. Además de publicar la proyección de inflación, se hace una estimación de los riesgos involucrados, vale decir, la distribución de probabilidades de la inflación futura. Este tipo de estimación requiere de información proveniente de una variedad de indicadores y puede ser considerado como un objetivo intermedio de la política monetaria.

Durante el período que ha operado el programa de objetivos en Inglaterra, la inflación se ha ubicado dentro del rango objetivo de mediano plazo, esto último a pesar de la substancial depreciación experimentada por la libra durante este período. En la actualidad, la tasa de inflación en Inglaterra se ubica en torno al 3,0%; sin embargo, no es tan claro si esta tasa

debe evaluarse en relación al objetivo de mediano plazo o al objetivo de largo plazo, (Gráfico N° 5).

GRÁFICO N° 5 INGLATERRA: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % en doce meses)

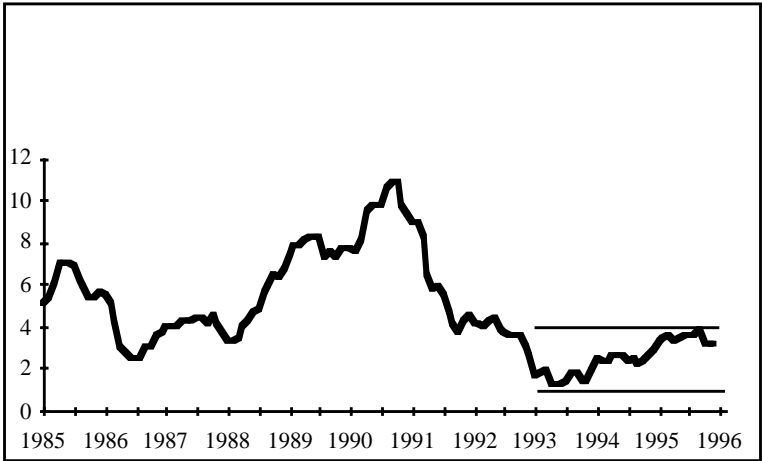
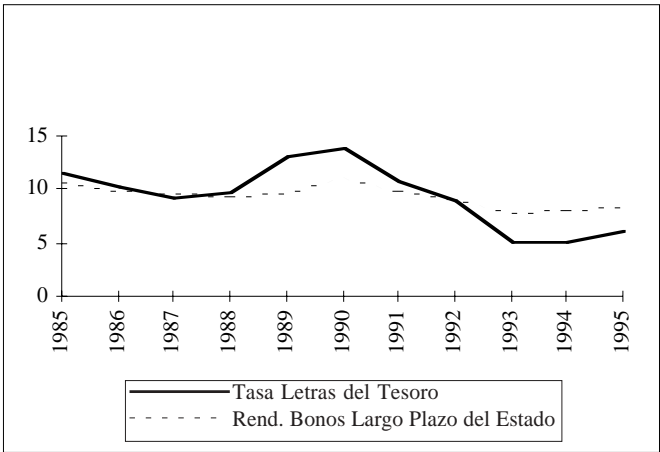


GRÁFICO N° 6 INGLATERRA: TASAS DE CORTO Y LARGO PLAZO
(Var. % porcentaje anual)



Finlandia

La introducción en febrero de 1993 de la política de objetivos de inflación se produjo en un momento de alta inestabilidad de los mercados financieros domésticos y de un magro desempeño económico. Al adoptar esta nueva estrategia, se eliminó el uso de metas intermedias y se anunció en ese momento la intención de alcanzar un objetivo de inflación de mediano plazo del 2% a contar de 1995. La meta se fijó en un nivel exclusivo, pues se consideró que sería una mejor guía para la formación de expectativas el definir una meta única en vez de un rango objetivo. En efecto, se estimó que las crecientes expectativas de inflación imperantes al momento de anunciarse la política de objetivos, podrían sesgar a los agentes, llevándolos a considerar sólo el límite superior de la banda como la meta del Banco Central. Con el objetivo de fortalecer la credibilidad de la política monetaria, se anunció simultáneamente un paquete de reducción del gasto público.

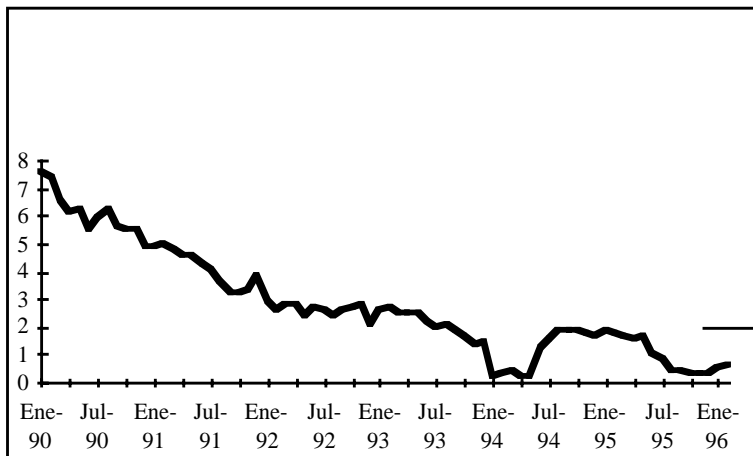
El Banco Central definió su meta de inflación en términos de un indicador de inflación subyacente, índice que se calcula excluyendo del índice de precios al consumidor el efecto de los subsidios, impuestos indirectos, costos de vivienda y el pago de interés hipotecario. Las autoridades monetarias consideraron necesario, desde el punto de vista de la credibilidad de la política, utilizar este tipo de indicador de inflación que permitiría evitar futuras complicaciones ante situaciones confusas. Específicamente, si no se excluían los efectos de los impuestos indirectos o de cambios en la tasa de interés, las acciones tomadas por el Banco Central o el gobierno para contener las presiones inflacionarias podrían, en primera instancia, elevar la inflación medida. Este tipo de efectos de la política económica sobre la inflación exigieron continuas explicaciones y justificaciones por parte de las autoridades.

Si bien se ha propuesto el uso de otros índices objetivos, como el deflactor del PIB —que tiene la virtud de ser un índice de amplia cobertura, ya que mide el aumento de precios de todos los bienes producidos domésticamente— y la incorporación del precio de las acciones a la medición de la inflación, las autoridades han considerado que sería más difícil, en la práctica, usar estos indicadores que el índice utilizado actualmente. Por último, y a diferencia de Nueva Zelandia y Canadá, no se establecieron disposiciones que justificaran el incumplimiento de la meta de inflación, considerando que éstas dañarían la credibilidad de la política monetaria.

Durante los tres primeros años de la aplicación de la política, la tasa de inflación se ha ido desacelerando, registrando una tasa de variación en

doce meses de 0,9% en diciembre de 1995, muy por debajo de la meta del 2% anunciada a principios de 1993.

GRÁFICO N° 7 FINLANDIA: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % en doce meses)



Suecia

Tras un largo período en que se había mantenido un régimen cambiario fijo, en noviembre de 1992 se liberalizó el tipo de cambio y en enero del año siguiente el Banco Central de Suecia anunció la aplicación de una política de objetivos de inflación. La meta se estableció en términos del índice de precios al consumidor (IPC) y se fijó en 2,0% anual a partir de 1995, con una banda de tolerancia de $\pm 1,0\%$ por año. A diferencia de Nueva Zelanda, no se hizo ninguna reforma constitucional para sustentar esta nueva estrategia monetaria.

En términos generales, el caso de Suecia se ha caracterizado por una fuerte falta de transparencia en el anuncio de la estrategia de objetivos de inflación, lo que ha repercutido negativamente en la credibilidad de la política monetaria. En primer lugar, no se hizo explícito si el objetivo se refería a la tasa de variación en doce meses de cada uno de los meses de 1995, o si se refería a la variación de diciembre de ese año respecto a igual mes del año anterior. Esto fue aclarado posteriormente, indicando que se refería a las tasas de variación de fines de cada año.

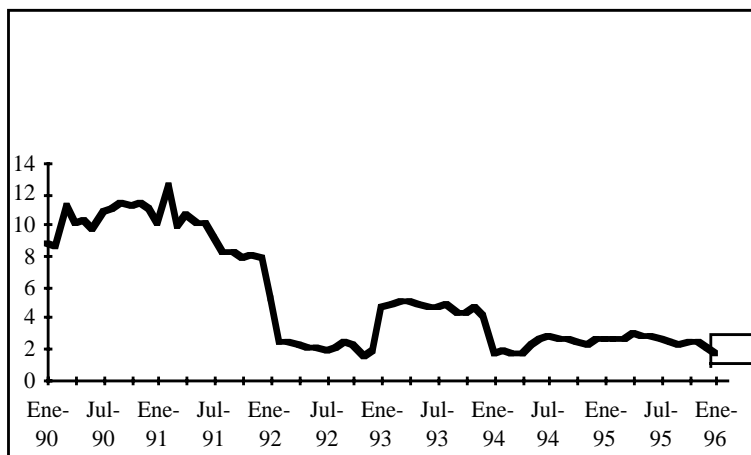
Segundo, no se estableció con claridad el índice al cual se refería el objetivo de inflación. La meta se definió en términos del índice de precios al consumidor, sin indicar explícitamente si se excluirían los cambios en los impuestos indirectos, precios de la energía, etc., como se hizo en el caso de Canadá y Nueva Zelandia. Dado que cualquier cambio en los impuestos indirectos necesariamente afectaría la medición del IPC en varios puntos porcentuales, era evidente que podría surgir un problema de definición de metas en el futuro, lo que suscitaba la sospecha de que el Banco Central podría eliminar algunos productos *ex-post*. Esta falta de claridad en el anuncio de la nueva estrategia también afectó negativamente la credibilidad de la política monetaria.

Por último, la construcción del índice de precios no contó con la transparencia necesaria, por cuanto si bien el objetivo se definió sobre la base del índice de precios al consumidor, en la práctica se ha utilizado un indicador conocido como la tasa de inflación oficial para evaluar la gestión de la política. Este indicador de la tasa de inflación oficial, que es publicado por la oficina central de estadísticas, se calcula aplicando un factor de corrección cada año sobre el índice de precios al consumidor, corrección que por lo general hace que la tasa oficial de inflación sea algo superior a la variación porcentual del índice de precios al consumidor, diferencia que algunos años supera los 0,2 puntos porcentuales.

A lo anterior se agrega una serie de situaciones que acrecentaron los problemas de credibilidad de la política en Suecia, como es el elevado nivel de la deuda pública y del déficit presupuestario. Por otra parte, en el país no existe un consenso generalizado respecto a la importancia que tienen las metas de inflación en la política monetaria, lo cual ciertamente se ha traducido en una merma en el grado de compromiso que debe tomar la autoridad económica respecto a estas metas de inflación. Adicionalmente, el marco institucional de la política monetaria no ha sido el adecuado, por cuanto tras cada elección se renueva el directorio del Banco Central, haciendo que el sistema sea altamente vulnerable a las divisiones políticas. A esto se agrega que la meta de inflación no es de carácter legislativo y puede ser modificada con los cambios electorales.

Pese a lo anterior, se ha logrado reducir la inflación hacia los niveles anunciados a fines de 1992. En efecto, si bien la variación anual del índice de precios al consumidor presentó un repunte durante 1993, ésta ha logrado estabilizarse en torno al 2,5% en los últimos dos años, nivel consecuente con el objetivo propuesto a partir de 1995 (Gráfico N° 8).

GRÁFICO N° 8 SUECIA: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % en doce meses)



Alemania

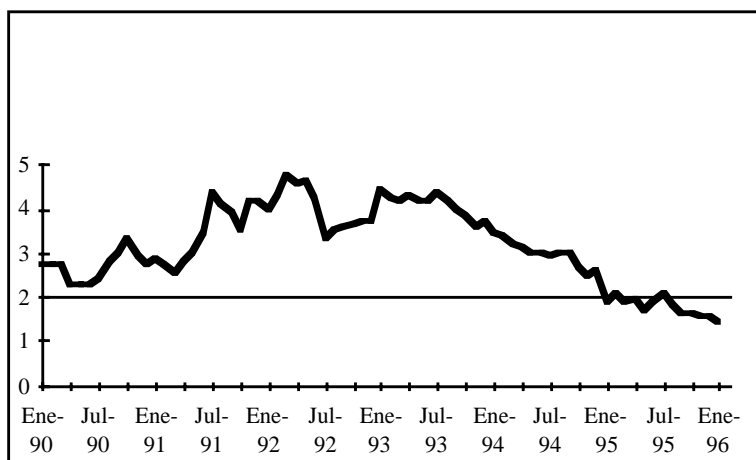
Generalmente, se ha asociado la política monetaria del Banco Central de Alemania (Bundesbank) con metas monetarias y no con objetivos de inflación. Sin embargo, el establecimiento de metas monetarias incorpora necesariamente un comportamiento definido para la tasa de inflación. En efecto, el vínculo entre la introducción de objetivos monetarios y objetivos de inflación en Alemania deriva de la forma en que obtiene su meta monetaria anual, por cuanto las metas de inflación son el ingrediente principal de la estrategia monetaria y sirven de base para la determinación de la meta monetaria. Desde mediados de los años ochenta, los objetivos de inflación han sido siempre del 2% anual, y como la meta se fija en conjunto con supuestos de crecimiento del dinero, velocidad y producción real, el indicador se refiere implícitamente al *deflactor del PIB*.

La meta monetaria se define de acuerdo a la variación anual del M3 (definido como circulante, más depósitos a la vista y algunos tipos de depósitos a plazo y cuentas de ahorro) entre el cuarto trimestre de un año respecto a igual período del año anterior, con una banda de 2 a 3% de amplitud. Si bien se establece una meta explícita para esta variable, en diversas oportunidades el Bundesbank ha estado dispuesto a desviarse de su objetivo monetario en la medida que con esto se aumente la probabilidad de lograr la estabilidad de precios, su objetivo principal. De esta forma, el Banco Central no ha debilitado su credibilidad cuando en algún año en

particular no ha alcanzado la meta monetaria propuesta. Sin embargo, el Bundesbank ha justificado su estrategia basada en objetivos monetarios intermedios, por cuanto considera que dispone de información limitada acerca del desarrollo contingente de la economía, su estructura y el rezago entre la política monetaria y su impacto sobre el nivel de precios.

Pese a ser considerado uno de los países de mayor orientación anti-inflacionaria, continuamente la tasa de inflación ha estado por sobre la meta establecida durante los años noventa, con excepción del año 1995, en que la tasa de inflación promedio fue incluso algo inferior al 2,0% (Gráfico N° 9).

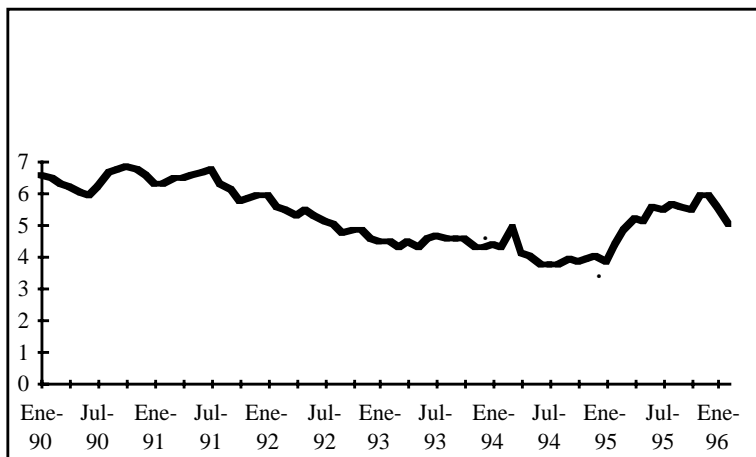
GRÁFICO N° 9 ALEMANIA: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % en doce meses)



Italia

La introducción de objetivos de inflación en Italia demostró ser una estrategia eficiente de coordinación para lograr la reducción de la inflación en un período en que se hizo abandono de la anterior política de estabilidad de precios basada en un régimen de tipo de cambio fijo. En efecto, tras la crisis cambiaria de septiembre de 1992, en que la lira italiana se depreció en un 25% en relación a una canasta de monedas extranjeras, la tasa de inflación cayó continuamente durante los siguientes dos años, aunque volvió a elevarse durante 1995 (Gráfico N° 10).

GRÁFICO N° 10 ITALIA: TASA DE INFLACIÓN
(Var. % en doce meses)



Lo cierto es que las metas de inflación no son del todo nuevas en Italia, puesto que ya se habían aplicado en la década del ochenta como un objetivo más de la política económica. No obstante, la resistencia al cambio en la determinación de precios y salarios y el magro avance en materia fiscal, llevaron a que la inflación medida excediera continuamente la meta en más de dos puntos porcentuales. Lo anterior significó que la política de tipo de cambio, que seguía una banda cambiaria asociada al ERM, no fuese suficiente para completar el proceso de reducción inflacionario deseado.

A partir de 1992-1993, se abolió la indexación salarial y se tomaron medidas conducentes a reducir el déficit fiscal. Pese a la fuerte depreciación de la lira y a su potencial efecto sobre las expectativas de inflación, los objetivos de inflación impuestos por el gobierno, de 4,5% y 3,5% para 1993 y 1994, respectivamente, se convirtieron en un ancla nominal clave para las negociaciones salariales de los años siguientes. Hasta el momento, el compromiso de la política monetaria para con el objetivo inflacionario y la mayor flexibilidad introducida en el mercado laboral han actuado en la dirección correcta, por lo que el éxito futuro de esta estrategia dependerá básicamente del comportamiento de la política fiscal. Es importante destacar que si bien el Banco Central de Italia nunca ha participado en la determinación de las metas de inflación, sus deberes constitucionales de mantener la estabilidad monetaria y salvaguardar el ahorro son considerados principios básicos que sustentan la política antiinflacionaria del Banco.

Comportamiento de las tasas de interés y de las expectativas de inflación

La experiencia internacional ha demostrado que la introducción de objetivos explícitos de inflación no asegura por sí sola una alta credibilidad de la política antiinflacionaria. En particular, la política de metas de inflación enfrentó cierto escepticismo en el momento de su implantación en la mayoría de estos países, lo que se vio reflejado en las distintas mediciones de la evolución de las expectativas de inflación disponibles en cada economía.

Mediante una variedad de estudios, tanto públicos como privados, los bancos centrales de los países descritos han intentado determinar el grado de credibilidad con que han contado las metas de inflación anunciadas. En general, en todas las experiencias éstos no han mostrado resultados del todo favorables a la política de objetivos explícitos de inflación en el momento que fueron anunciados. En el caso de Nueva Zelandia, por ejemplo, de acuerdo a encuestas privadas realizadas por grandes bancos comerciales de este país, no hubo ninguna prueba que indicara que el anuncio de la política de objetivos iniciada en 1990 hubiera producido efectos significativos en las expectativas de inflación durante los primeros años de aplicación de la política. Por su parte, si bien las expectativas de inflación habían declinado según la encuesta que realiza el Banco Central para expectativas a dos años plazo, durante 1994 permanecieron por encima del objetivo de 0-2%, a pesar del éxito logrado por el Banco Central en la reducción de la inflación y, durante 1995, la inflación esperada a un año se mantuvo en torno al límite superior del rango objetivo. Sin embargo, estudios recientes revelan una sólida confianza de consumidores y empresarios en la capacidad del Banco Central para mantener la estabilidad de precios en el largo plazo, lo que ha llevado a que las expectativas de inflación se muevan en torno al 1,5% en un horizonte de cuatro a siete años.

En el caso de Canadá, una herramienta alternativa que se ha utilizado para verificar el grado de credibilidad alcanzado por el programa de control de la inflación ha sido la comparación de la rentabilidad de papeles nominales e indexados, por cuanto este margen representa la tasa de inflación promedio esperada a la cual los inversionistas se encuentran indiferentes, *ex-post*, entre mantener cualesquiera de los dos activos⁹. Este análisis ha permitido deducir que la política de objetivos explícitos de inflación no

⁹ Nótese que este margen puede reflejar riesgo inflacionario, riesgo de la tasa de interés, premios por liquidez, como también expectativas de inflación de largo plazo.

logró una total credibilidad durante los primeros años de su aplicación. Sin embargo, otras encuestas realizadas por consultores canadienses, indicaron que la política de objetivos de inflación habría alcanzado algún grado de credibilidad en el corto plazo. Así, por ejemplo, en 1993 la expectativa para 1994 cayó por debajo del 2%; sin embargo, se reconoce que los errores de pronóstico de este grupo de consultores ha sido consistentemente negativo entre 1990 y 1993.

Asimismo, estudios dados a conocer por el Banco de Inglaterra en su publicación *Inflation Report*, señalan que el objetivo de mediano plazo habría gozado de credibilidad en el corto plazo entre fines de 1992 y principios de 1994, reportando que las expectativas de inflación se habrían ubicado por debajo del 4%. Sin embargo, en el caso de las expectativas de inflación de largo plazo, derivadas de la estructuras de rendimiento de bonos de gobierno nominales e indexados, los estudios señalan que éstas habrían fluctuado entre 4 y 6%, niveles substancialmente por encima del objetivo de largo plazo de una tasa de inflación del 2%.

Cabe mencionar que en los tres casos mencionados las tasas de interés de corto y largo plazo han tendido a decrecer durante el período de aplicación de la política de objetivos de inflación. Sin embargo, en términos de la ecuación de Fisher, se infiere que las tasas de interés reales de largo plazo se han mantenido substancialmente por encima de sus promedios históricos, o bien, que las expectativas de inflación de largo plazo han superado los objetivos anunciados por las autoridades monetarias respectivas. En particular, en Nueva Zelandia, al aplicar la ecuación de Fisher para las tasas de interés de 5 años, se observa que las expectativas que se deducen de ella han excedido las metas establecidas por los objetivos explícitos. Sin embargo, también es posible que este resultado obedezca a las elevadas tasas reales de interés que se han observado durante el período de análisis, las que se han ubicado por encima del 5% y que, inicialmente, se ubicaron cerca del 10%. Entre las razones aludidas por las altas tasas reales de interés se encuentra la preocupación por los altos requerimientos de financiamiento externo de la deuda nacional, la cual, a pesar de los avances económicos de los últimos años, aún excedía el 40% del producto en 1994.

En la experiencia canadiense, en tanto, las tasas de interés de corto y largo plazo han tendido a decrecer durante todo el período en que se ha aplicado la política de objetivos; sin embargo, la aplicación de la ecuación de Fisher a las tasas largas indica ya sea que las expectativas de inflación han excedido los objetivos o que las tasas reales de interés de largo plazo se han ubicado en torno al 5% o más por año durante todo el período del

programa. Al igual que en el caso de los primeros años de la experiencia de Nueva Zelandia, los elevados niveles de las tasas reales de interés pueden ser consecuencia de la situación fiscal del gobierno¹⁰.

De igual forma, en Inglaterra las tasas de interés de corto y largo plazo han tendido a decrecer durante todo el período de aplicación de la política. Sin embargo, la ecuación de Fisher implica que si los agentes usan el objetivo de largo plazo como sus expectativas de inflación, las tasas reales de interés de largo plazo deberían haber fluctuado entre un 4% y un 7% durante el período, niveles substancialmente por encima de sus promedios históricos. Esto último no hace más que reflejar que las expectativas de inflación de largo plazo se han ubicado por encima del objetivo establecido por el Banco de Inglaterra.

Si bien la evidencia de los países analizados no permite obtener conclusiones definitivas respecto al efecto de este tipo de política sobre las expectativas de los agentes, sí es posible mencionar que la sola introducción de objetivos de inflación no pareciera proveer un camino expedito hacia una alta credibilidad de una política de desinflación y, por tanto, a la reducción de las tasas de interés. En general, las políticas de metas de inflación han enfrentado un fuerte escepticismo en el momento de su implantación y sólo han comenzado a ganar credibilidad cuando la inflación ha caído por debajo de las expectativas. Lo anterior indicaría que las expectativas de inflación sólo se reducirán de manera permanente una vez que se establezca la senda decreciente de la inflación, siendo clave desde el punto de vista de la formación de las expectativas el que se logre mantener bajas tasas de inflación aun cuando se presenten períodos de repunte económico.

5. Conclusiones y recomendaciones de política

La implementación de políticas monetarias basadas en el anuncio explícito de metas de inflación surge como una alternativa atractiva para países que priorizan la estabilidad de precios dentro de sus objetivos de política económica. De esta forma, el plantearse metas explícitas de inflación, que cuentan con un grado de credibilidad importante, puede llegar a representar una forma alternativa de proveer a la economía de un ancla nominal efectivo para la reducción de la inflación. Esto por cuanto se tiende

¹⁰ Hacia 1993, la deuda del sector público había crecido a más del 80% del producto anual.

a dirigir la trayectoria del proceso inflacionario mediante la utilización directa de estas metas en los contratos y en las expectativas de los agentes. Lo anterior significa crear todos los incentivos necesarios para fortalecer la credibilidad de esta política tanto en el corto como en el largo plazo.

En términos generales, los regímenes de objetivos de inflación aplicados en diferentes economías tienen dos características en común. Primero, la meta de estabilidad de precios se hace explícita en la forma de un objetivo de inflación cuantificable y públicamente anunciado. Segundo, estos regímenes se caracterizan por la ausencia de un exclusivo objetivo intermedio.

Sobre la base de estas dos características, la introducción de una política de objetivos finales de inflación llevará necesariamente a un cambio en la manera de hacer política monetaria respecto de aquellas que utilizan un objetivo intermedio como ancla nominal del sistema. Sin embargo, es importante reconocer que el establecimiento de objetivos de inflación no libera a las autoridades del seguimiento macroeconómico, por cuanto ellas aún tienen que decidir cuándo y cómo cambiar el conjunto de instrumentos del que disponen para alcanzar el objetivo final de inflación, variable que sabemos sólo es influida con un rezago importante y cambiante. Esto implica que en un esquema de régimen de objetivos de inflación, los bancos centrales necesitan explícitamente comportarse con un criterio *forward-looking*. En este sentido, uno podría describir una regla estilizada de política, en este régimen de objetivos de inflación, como una en donde los instrumentos de política son modificados en respuesta a desviaciones, respecto al objetivo, de los pronósticos de inflación que se poseen. En la práctica, esta regla difiere entre países; sin embargo, en todos los casos dos factores han estado presentes: por una parte, una estimación del perfil de mediano plazo de la inflación y, por la otra, una decisión de enfocar y definir todos los instrumentos de política sobre la base de este perfil de mediano plazo para la inflación. Obviamente, en este esquema el grado de activismo de la política monetaria dependerá fuertemente de la confianza que posee cada Banco Central en sus pronósticos de inflación.

Las experiencias de los países que han introducido este tipo de política de objetivos muestran una gran variedad de esquemas tanto en el carácter legislativo de las metas y la institucionalidad que las sustenta, como en el grado de compromiso de las autoridades con los objetivos de inflación, la autonomía de los bancos centrales y la participación del gobierno en esta estrategia.

Si bien el desempeño en materia de reducción de la inflación ha sido satisfactorio en la mayoría de los países descritos, la aplicación de políticas

de objetivos es aún muy reciente para derivar conclusiones de su eficiencia. En la mayoría de estos países, los objetivos de inflación fueron adoptados en períodos de letargo económico, por lo que esta estrategia aún no ha sido probada en circunstancias de aceleración del ciclo económico, cuando la actividad económica alcanza el producto potencial y surgen presiones inflacionarias. Sólo bajo estas condiciones será posible comprobar si el régimen de objetivos de inflación es capaz de contener aceleraciones inflacionarias de una manera más eficiente que otros regímenes monetarios alternativos.

Aun cuando no pareciera existir una receta única sobre la manera más eficiente de aplicar un régimen de objetivos de inflación, el análisis de las experiencias internacionales permite extraer algunas recomendaciones de política respecto de los parámetros más relevantes y las condiciones que deberían estar presentes en la economía de modo de garantizar una mayor probabilidad de éxito de esta nueva modalidad de política monetaria.

En primer lugar, el objetivo de inflación debe ser un compromiso oficial del gobierno, establecido por un procedimiento formal y claro. En éste se debe detallar el índice que se utilizará, el perfil en el tiempo de los objetivos que se pretende lograr, las situaciones en que se permitirán desviaciones temporales del objetivo y el procedimiento formal que se utilizará para modificar los objetivos de mediano plazo.

En segundo lugar, se requiere la formulación de políticas monetaria, fiscal y cambiaria congruentes unas con otras en el mediano plazo, lo cual no sólo permitirá aumentar la credibilidad del programa, sino que también asegurará una mayor probabilidad de éxito de la política. En particular, el establecimiento de un presupuesto público de mediano plazo y coherente con la política de reducción de la inflación vía objetivos, ayudará no sólo a desarrollar una política monetaria con un horizonte de mediano plazo, sino que también aumentará la credibilidad del gobierno en su compromiso antiinflacionario.

En tercer lugar, se requiere identificar qué índice de precios es el más adecuado para realizar los objetivos. En el caso que el IPC sea considerado altamente volátil, se deben buscar otros indicadores, como los de inflación subyacente o un índice que excluya ciertos componentes. Sin embargo, es prioritario que el indicador que se utilice cuente con el consenso de todos los agentes, ojalá antes de que se implementen los objetivos. Además, se requiere que estos indicadores sean calculados por una fuente oficial distinta del Banco Central y que sean publicados periódicamente. Un ejemplo de esto último lo constituye el índice que utiliza Canadá, que excluye alimentos y energía y que empezó a ser publicado por el INE canadiense cuatro años antes de la fecha de implementación de la política de objetivos. Además, se hace necesario

estudiar a qué tipo de *shocks* la economía en particular se encuentra más frecuentemente afectada, de modo de definir claramente cuales son las situaciones en que se permitirán desviaciones temporales del objetivo.

En cuarto lugar, la experiencia de los países que han aplicado este tipo de políticas enseña que el objetivo de mediano plazo debería ser definido en función de un rango en vez de un nivel específico. La especificación de un rango en el mediano plazo evita tener que cambiar un objetivo específico ante alguna circunstancia temporal, evitándose con esto la interpretación equivocada de que la política monetaria se ha tendido a relajar. A su vez, la experiencia de estos países enseña que la amplitud del rango también es importante de considerar en el momento de elegir hacia qué niveles se pretende llegar en el mediano plazo.

En quinto lugar, se debe tender a que los objetivos de inflación sean expresados en la forma de un horizonte de tiempo de varios años, reconociéndose así que la política monetaria afecta la inflación con un rezago considerable. En el caso particular de que el horizonte definido inicialmente esté expirando y la autoridad, además de definir un nuevo horizonte, establece un nuevo objetivo de inflación, se tendrá que durante el período en que coexistan los dos objetivos, la autoridad deberá actuar en función del nuevo objetivo producto de los rezagos ya mencionados.

Finalmente, la credibilidad del programa debería aumentar significativamente a medida que existe un mayor grado de información sobre la gestión de la autoridad monetaria y fiscal en materia de cumplimiento de los objetivos. En este sentido, los informes de inflación, del tipo de los preparados por los bancos centrales de Nueva Zelandia, Inglaterra y ahora último España, constituyen una herramienta útil para la autoridad monetaria, puesto que no sólo entregan información acerca de la gestión desarrollada para controlar la inflación en los períodos recientes, sino también antecedentes y análisis respecto al futuro desarrollo de los determinantes de la inflación, y la coherencia de éstos con el cumplimiento del objetivo inflacionario.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghevli, B., Khan, M. y Montiel, P. (1991). "Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues". *Occasional Paper* N° 78, Fondo Monetario Internacional.
- Akerholm, L. y Brunila A. (1994). "Inflation Targeting: The Finnish Experience". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets.
- Ammer, J. y Freeman, R. (1994). "Inflation Targeting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada and the United Kingdom". Mimeo.
- Bowen, A. (1994). "British Experience with Inflation Targeting". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets.

- Fischer, A. (1994). "The New Zealand's Experience with Inflation Targets". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets.
- Freedman, C. (1994). "The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets.
- Leiderman, L. y Bufman, G. (1995). "Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands". Mimeo.
- Longworth, D. y Freedman, C. (1995). "The role of the staff economic projection in conducting Canadian monetary policy". Bank of England, a Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets, 9-10 marzo 1995.
- McCallum, B. (1981). "Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations". *Journal of Monetary Economics* 8, pp. 319-329.
- McCallum, B. (1995). "New Zealand's Monetary Policy Arrangements: Some Critical Issues", Discussion Paper Series. Reserve Bank of New Zealand.
- Sargent, T. y Wallace, N. (1975). "'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule". *Journal of Political Economy* 83, pp. 241-254.
- Savage, J. (1996). "The Exchange Rate and Macroeconomic Management in New Zealand". New Zealand Institute of Economic Research. Mimeo.
- Svensson, L. (1994). "The Swedish Experience of an Inflation Target". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets.
- Végh, C. (1995). "Interest Rate Rules, Real Anchors, and Inflation Targeting". Mimeo.
- Visco, I. (1994). "Inflation, Inflation Targeting and Monetary Policy: Notes for Discussion on the Italian Experience". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets.
- Von Hagen, J. (1994). "Inflation and Monetary Targeting in Germany". Centre for Economic Policy Research, Workshop on Inflation Targets. □