

## Estrategia de política monetaria

**Sergio Javier López Toledo**

*Subdirector del Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala*

Resumen y traducción libre del libro de Frederic S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy*. MIT Press, 2007.

Durante las últimas tres décadas la política monetaria ha experimentado cambios significativos. En las décadas de 1970 y 1980 la inflación en la mayoría de países fue de dos dígitos, mientras que en los primeros años del siglo XXI la inflación ha sido baja y estable. En efecto, en los albores del nuevo siglo se observa que de una muestra de 225 países, 193 han registrado una inflación igual o menor a 10% y 32 han experimentado un crecimiento de los precios igual o menor a 5%. Entonces, cabe preguntarse: ¿cuáles han sido los cambios experimentados en la política monetaria para generar estos resultados?

La transformación de la política monetaria se debe, en gran medida, a que los gestores de la misma han aceptado las siguientes ideas: (1) en el largo plazo no existe relación de intercambio entre la inflación y el desempleo; (2) las expectativas de los agentes económicos inciden en los resultados de la gestión monetaria; (3) la independencia del banco central coadyuva a mejorar la eficacia de la política monetaria; y (4) los resultados de la gestión monetaria se sustentan, fundamentalmente, en la adopción correcta del ancla nominal.

### 1. La banca central en la década de 1960

Para la mayoría de países esta década se inició con inflaciones relativamente bajas. La mayoría de bancos centrales centraron su política monetaria en las condiciones del mercado de dinero. Se dio seguimiento a variables como: la tasa nominal de interés, la ventana de redescuento y las reservas de los bancos. El sustento teórico de la política monetaria fue keynesiano, lo que implicó la búsqueda del mayor empleo con la menor inflación posible, lo cual, a su vez, se fundamentó en el uso de la curva de Phillips de Samuelson y Solow, que indicaba que era posible elegir entre un amplio menú de tasas de desempleo e inflación. Este activismo macroeconómico generó, en esa década, un aumento tanto de la inflación como del desempleo.

#### **No existe relación de intercambio entre empleo e inflación**

El aumento de la inflación y el desempleo indujo a Milton Friedman –líder de la escuela monetarista– a aducir que el crecimiento desordenado de la oferta de dinero es la causa de

las fluctuaciones en los niveles de empleo y precios. Kart Brunner y Allan Meltzer criticaron el uso de las condiciones del mercado de dinero como guía de la política monetaria y respaldaron la propuesta de Friedman de utilizar un crecimiento constante de un agregado monetario. En efecto, Friedman, en su famoso discurso de toma de posesión como presidente de la Asociación Americana de Economistas, y Edmund Phelps, de la Columbia University, demostraron que no existía relación de intercambio entre inflación y desempleo en el largo plazo. Por el contrario, en el largo plazo la economía tendía a gravitar en torno a una determinada tasa de desempleo que, debido al ajuste de las expectativas de los agentes económicos, era independiente de la inflación. Esto implicaba que el banco central debía orientar sus esfuerzos de política hacia la estabilización de la inflación, ya que la gestión monetaria, estaba demostrado, no podía incidir sobre el empleo: la curva de Phillips en realidad es vertical. Esto corroboraba que «en *el largo plazo*, la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario».

## **2. La banca central en la década de 1970**

El ataque monetarista no tuvo mucho éxito en inducir a los bancos centrales a reorientar su política monetaria, y los economistas y gestores de la política monetaria no estaban convencidos acerca de la importancia de las expectativas para la gestión monetaria. Esto cambió con la aparición de una nueva escuela de pensamiento macroeconómico.

### **La revolución de las expectativas racionales**

A principio de la década de 1970, Robert Lucas demostró que las expectativas juegan un papel crucial en la eficacia de la política macroeconómica. En especial, este economista de la Chicago University demostró que tratar de reducir el desempleo más allá de la tasa natural de desempleo solo conduce a mayor inflación, lo cual había sido la propuesta original de Friedman y Phelps. Lucas, además, adujo que debido a que los agentes económicos forman sus expectativas de manera racional, eran capaces de anticipar los efectos de la política macroeconómica, lo que implica que esta es completamente inefectiva, es decir, la política monetaria no puede generar efectos reales. Solo la política monetaria no anticipada puede generar efectos reales, aunque temporales. Esta proposición de Lucas demostró que el activismo keynesiano solo se traducía en altas y variables tasas de inflación, sin ningún efecto sobre el empleo y la producción.

### **Se reconocieron los beneficios de la estabilidad de precios y los altos costos de la inflación**

Desde finales de la década de 1960 y principios de la de 1970, la inflación empezó a aumentar sostenidamente, lo que inició el debate acerca del costo generado por inflacio-

nes altas. Se puntualizó que la inflación genera volatilidad de los precios relativos, lo que se traduce en incertidumbre y en decisiones económicas erróneas. Además, la volatilidad de los precios relativos también propicia una asignación inadecuada de los recursos económicos, lo que mengua el crecimiento económico. El sector financiero, asimismo, se ve dañado por la incertidumbre y mala asignación de los recursos, la cartera en mora regularmente aumenta durante periodos inflacionarios. La inflación pone en serio peligro la estabilidad y solvencia del sistema bancario. Sin embargo, el mayor costo de la inflación es la erosión del ingreso de los sectores poblacionales de más bajos ingresos, lo que genera tensiones sociales y políticas que afectan a la inversión y, por ende, al empleo.

Por otra parte, se reconoció que la inflación baja y estable coadyuva a aumentar la productividad debido a la mejor asignación de los recursos. Esto conduce a mayores salarios reales y a mayor bienestar de la población.

### **El papel del ancla nominal**

El ancla nominal es una variable que el banco central toma como exógena y le fija un valor para que el resto de variables macroeconómicas se ajusten. La elección de una correcta ancla nominal es fundamental para controlar la evolución del nivel de precios e influir en las expectativas de los agentes económicos.

### **El advenimiento del esquema de metas monetarias**

El consenso acerca de que la política monetaria no afecta a la producción y al empleo en el largo plazo, solo a los precios (neutralidad del dinero), que la inflación conlleva altos costos sociales y económicos y que la eficacia de la política monetaria eficaz se sustenta en la correcta elección del ancla nominal, condujo a la adopción del esquema de metas monetarias en la mayoría de países industrializados y en desarrollo.

El esquema de metas monetarias se sustenta en tres elementos básicos: (1) en la información provista por un agregado monetario para la conducción de la política monetaria; (2) el anuncio de una meta de mediano plazo para un agregado monetario; y (3) un proceso de monitoreo para que el agregado monetario no experimente desviaciones sustanciales con respecto a la meta establecida por el banco central. En la década de 1970, el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América utilizó M2, mientras que el Banco de Inglaterra sustentó su política monetaria para el Reino Unido en M3, el Banco de Canadá y el Banco de Suiza fijaron metas para M1, y el Bundesbank alemán basó su gestión monetaria en metas para la base monetaria.

### **3. La banca central a finales de la década de 1970 y principios de la de 1980: el colapso del esquema de metas monetarias**

El anuncio de una determinada meta para un agregado monetario constituyó un avance significativo en materia de política monetaria, ya que permitió una mejor comunicación entre la autoridad monetaria y el público, lo que incidió positivamente en las expectativas de los agentes económicos. Además, dicho anuncio permitió un mejor monitoreo de las actividades del banco central.

El éxito del esquema de metas monetarias estaba supeditado a una relación estrecha entre el agregado monetario y la inflación. Esto implicaba que si, por ejemplo, se presentaba una alta variabilidad de la demanda de dinero, dicha relación sería nula y la política monetaria fracasaría en controlar la inflación. En efecto, esto fue lo que sucedió en la mayoría de países que adoptaron este esquema, tanto desarrollados como en desarrollo.

Cabe puntualizar que la demanda de dinero se tornó inestable debido a la gran variedad de innovaciones financieras que modificaron continuamente las definiciones de los agregados monetarios y a que los bancos centrales perdieron el control del agregado monetario que habían elegido y con ello perdieron el control de la inflación.

La inestabilidad de la demanda de dinero generada por las innovaciones financieras rompió el vínculo entre el agregado monetario utilizado y la inflación, por lo que los bancos centrales se veían obligados a cambiar constantemente de agregado monetario, lo cual generaba confusión e incertidumbre en el público. En Alemania la inflación alcanzó 7% en 1974, mientras que en los Estados Unidos de América la tasa de inflación en esa misma década llegó a superar el 10%, tasas de inflación excesivamente altas para esos países.

El esquema de metas monetarias se tornó obsoleto e inoperante, por lo cual fue abandonado por los principales bancos centrales del mundo; sin embargo, se inició la búsqueda de un sistema alternativo que conservase los principios monetaristas que sustentaron el esquema ahora abandonado.

### **4. En búsqueda de una mejor ancla nominal: el nacimiento del esquema de metas explícitas de inflación en la década de 1990**

La revolución de las expectativas racionales propició la discusión acerca de la inconsistencia dinámica de la política monetaria implementada discrecionalmente.

### **El problema de la inconsistencia dinámica**

Economistas como Finn Kydland, Edward Prescott, Guillermo y Robert Barro, entre otros, puntualizaron que la política monetaria no debería tratar de explotar la relación de intercambio entre desempleo e inflación en el corto plazo, ya que esto solo conduce a políticas monetarias expansionistas y, por ende, a mayores tasas de inflación. Esto implica que, dado que el público forma sus expectativas racionalmente, los precios y salarios se establezcan con base en tasas de inflación cada vez mayores, por lo que el banco central solo podrá aumentar el empleo si sorprende a los agentes económicos. En otras palabras, la inconsistencia dinámica consiste en que la autoridad monetaria anuncia un determinado plan de acción, pero al momento de implementarlo modifica lo anunciado con el propósito de engañar al público.

La inconsistencia dinámica tiene altos costos para la política monetaria, ya que la misma pierde su credibilidad y para restaurarla será necesario implementar una política monetaria excesivamente restrictiva, lo que conlleva altos costos económicos, sociales y políticos.

Para corregir el problema de la inconsistencia dinámica se ha propuesto la adopción de un ancla nominal que haga imposible que el banco central caiga en la tentación de la inconsistencia dinámica. Esta ancla nominal es la tasa de inflación, lo cual constituye la esencia del esquema de metas explícitas de inflación.

### **La independencia del banco central**

Cuando los agentes económicos forman sus expectativas de manera racional y, por ende, únicamente toman decisiones de precios y salarios con base en información futura, los bancos centrales no necesariamente desembocarán en la inconsistencia dinámica mencionada debido a que solo lo podrán hacer si sorprenden al público, lo que terminará generando inflación.

Aunque la mayoría de banqueros centrales están conscientes de los problemas generados por la inconsistencia dinámica, en muchos casos están sujetos a fuertes presiones políticas para llevar a cabo políticas monetarias expansionistas, por lo que la solución estriba en revestir de autonomía a los bancos centrales, tal como lo han hecho en muchos países.

La evidencia empírica muestra fehacientemente que la autonomía de los bancos centrales ha contribuido a reducir la inflación. Ejemplos claros son el Banco Nacional de Nueva Zelanda, el Banco Central Europeo, el Banco Central de Corea del Sur, el Banco Central de Chile, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, por mencionar a los más importantes.

### **El nacimiento del esquema de metas explícitas de inflación**

El desencanto con el esquema de metas monetarias, la comprensión de los beneficios derivados de una inflación baja y estable, el convencimiento de que la inflación es altamente dañina para la economía y la sociedad, así como la necesidad de evitar que los bancos centrales implementen políticas monetarias inconsistentemente dinámicas, condujo a la búsqueda de un ancla nominal eficiente, eficaz y sostenible.

Derivado de lo anterior, muchos bancos centrales optaron por adoptar la tasa de inflación como ancla nominal, ya que esto restringiría la discrecionalidad de la autoridad monetaria y, por lo tanto, evitaría que esta genere en la inconsistencia dinámica mencionada. Además, esta elección coadyuvaría a anclar las expectativas de los agentes económicos, lo que les facilitaría tomar decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro, inversión, empleo, precios y salarios.

El uso de la tasa de inflación como ancla nominal, asimismo, otorgaba cierta libertad al banco central para responder adecuadamente a *shocks* exógenos, sin que esto implicara que pudiesen abandonar su objetivo de alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Esto significa que el esquema de metas explícitas de inflación se convertía *de facto* en un esquema monetario de discreción restringida.

El primer país en adoptar el esquema de metas explícitas de inflación fue Nueva Zelanda, cuyo banco central logró reducir la inflación de 17% en 1985 a 5% en 1989. El éxito en el combate a la inflación indujo al parlamento de ese país a emitir –el 1 de febrero de 1990– la Ley del nuevo Banco de Reserva de Nueva Zelanda, con la cual se otorgaba total autonomía a dicho banco central. Lo implementado en Nueva Zelanda fue imitado por Chile en enero de 1991, por Canadá en febrero de 1991, por Israel en enero de 1992, por el Reino Unido en octubre de 1992, por Suecia en enero de 1993 y por Finlandia en febrero de 1993.

Este esquema continuó evolucionando y se comprendió que para anclar efectivamente las expectativas del público y, por ende, para fortalecer la credibilidad de la gestión monetaria, era necesario fomentar la transparencia de las actividades del banco central, lo que permitiría un mejor monitoreo de la evolución de la política monetaria. Esto implica una comunicación mucho más fluida y directa entre los agentes económicos y la autoridad monetaria. Para el efecto, los bancos centrales que regían su gestión monetaria según este esquema iniciaron la publicación de reportes de inflación y se perfeccionaron los procesos de rendición de cuentas de los resultados de la política monetaria.

### **¿Ha sido efectivo el esquema de metas explícitas de inflación?**

Los estudios realizados en los países que han implementado el esquema de metas explícitas de inflación presentan los siguientes resultados:

- Los países que sustentan su política monetaria en este esquema ha reducido tanto la inflación como la tasa de interés.
- Se ha reducido la volatilidad del PIB.
- El efecto traspaso del tipo de cambio a los precios se ha reducido significativamente.

Aunque algunos países que no han implementado el esquema de metas explícitas de inflación, especialmente los Estados Unidos de América, y Alemania antes de adoptar el euro, han tenido éxito en el control de la inflación, los resultados son mucho más evidentes para los que sí lo han hecho. De cualquier manera, el esquema de metas explícitas de inflación, siempre que esté respaldado por una política fiscal disciplinada, constituye la mejor opción para alcanzar la disciplina de precios y los beneficios que esto conlleva.