



Transición y desarrollo de la Estrategia de Metas de Inflación en la región Centroamericana: retos de la poscrisis

Luis F. Granados Ambrosy¹

Durante los últimos años ha sido evidente la transición y desarrollo de una estrategia de Política Monetaria de Metas de Inflación en la región Centroamericana. Estrategia caracterizada por la convergencia de tres elementos fundamentales, una meta de inflación explícita, un marco para las decisiones de política llamado Proyección de la Meta de Inflación, y el establecimiento de las bases para disponer de un alto grado de transparencia y rendición de cuentas. La estrategia ha evolucionado bien y durante ese periodo de la crisis financiera global, según los organismos monetarios y financieros internacionales, ha garantizado el cumplimiento del objetivo fundamental de estabilidad de precios. No obstante esa situación de estabilidad macroeconómica y financiera, para la poscrisis, tales instituciones han sugerido fortalecer los marcos de política monetaria, en un ambiente característico de abundante liquidez internacional derivado de políticas monetarias no convencionales y de normalización de la política monetaria. Para esos efectos, tal como se ha planteado en algunos bancos centrales, se ha considerado oportuno disponer de una política monetaria más flexible y asignar un papel prominente al desarrollo de los mercados financieros, para garantizar la estabilidad de precios en el largo plazo, la estabilidad financiera y, en general, la estabilidad macroeconómica. En ese sentido, el objetivo de la presente nota es precisar en algunas extensiones de la estrategia

de metas de inflación en la poscrisis para disponer de una Política Monetaria más robusta y resistente a los shocks económicos de demanda y de oferta, que muchas veces es difícil cuantificar. Para el efecto, se incluye de manera general, una síntesis del marco de política de metas de inflación flexible o explícita, como se le ha denominado a tal estrategia, en transición o consolidación en la región y se revisan algunos elementos que pueden considerarse como retos actuales de la estrategia, tales como el anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, las medidas no convencionales de política monetaria y el tema complejo en discusión sobre las metas de nivel de precios.

I. Generalidades y retos de la estrategia de metas de inflación en la poscrisis

Dentro de las generalidades operativas de una estrategia de *metas de inflación explícitas*, la Autoridad Monetaria ajusta el instrumento de política relevante, la tasa de interés, en función de las desviaciones de la inflación proyectada condicional usualmente para dos años de la meta de inflación de largo plazo y de las desviaciones del producto potencial. La proyección de la inflación condicional para un periodo usual de dos años, constituye la variable meta intermedia explícita. Si la proyección de la inflación condicional de dos años excede (o se queda corta) la meta de la inflación, la tasa de interés se debe incrementar (disminuir) lo cual resulta en una función de reacción endógena, como una regla instrumento, expresando el instrumento como una función de la información actual, lo cual guía a la función de reacción óptima siguiente:

$$i_t = \pi_t + f_\pi(\lambda)(\pi_t - \pi^*) + f_y(\lambda)y_t + f_x x_t$$

¹ Economista de la SECMCA. Las opiniones y comentarios incluidos en la presente nota son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano ni del Consejo Monetario Centroamericano.



Donde π_t es la tasa de inflación en el año t , π^* es la tasa de inflación meta, y_t es la brecha del producto, x es una variable exógena, i_t es el instrumento de política monetaria o meta operativa.

La función de reacción es de la forma de una regla de Taylor, excepto que depende de variables exógenas. La tasa de política se incrementa por el exceso de la inflación actual sobre la meta de inflación y de la brecha del producto actual. El instrumento depende de las variables actuales, no de las variables predeterminadas, debido a las variables futuras proyectadas.² En tal virtud, bajo una meta de inflación explícita, la tasa de política se ajusta para hacer que la proyección de la inflación condicional de dos años se aproxime a la meta de inflación de largo plazo, gradualmente. La política monetaria neutraliza los shocks de demanda agregada, desde que esos mueven la inflación y la brecha del producto en la misma dirección. Con respecto a los shocks de oferta, la respuesta depende del peso de la estabilización de la brecha del producto.

En el contexto regional en el cual varios países se encuentran en procesos de transición gradual o consolidación de la implementación de la estrategia de política monetaria de metas de inflación, surgen cuatro retos para disponer de una política monetaria más robusta y flexible, en el periodo de poscrisis, a saber:

i) El anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo. Svensson y otros autores han comprobado que una

meta numérica explícita para la inflación ancla y estabiliza las expectativas de inflación. En el caso de los Estados Unidos se ha encontrado que la compensación de la inflación con base en los elementos prospectivos exhibe respuestas altamente significativas a las noticias económicas. En tanto que, el Fondo Monetario Internacional en recientes publicaciones ha enfatizado que el marco de política monetaria ha sido más exitoso al anclar las expectativas inflacionarias frente al surgimiento de shocks de los precios del petróleo y de los alimentos y ha encontrado que en las economías emergentes, la meta de inflación parece haber sido más efectiva que marcos de política monetaria alternativos.³

Por su parte, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha definido mantener tasas de inflación bajas y cercanas al 2% en el mediano plazo. Según el Consejo, anclar las expectativas de mediano plazo permite la conducta de una política monetaria acomodaticia menor durante un periodo de resistencia de los mercados financieros, aun en un ambiente de presiones inflacionarias bajo control. Esto resultará en inflaciones más bajas en el horizonte de corto plazo y más efectivo para mantener la estabilidad de precios en un horizonte de más largo plazo, al ayudar a prevenir posibles riesgos deflacionarios o de otra naturaleza, luego del surgimiento de una burbuja financiera.⁴

Los bancos centrales se han esforzado durante los últimos años en reducir la inflación y luego

² Svensson, L. (1998). Inflation Targeting: Some Extensions.

³ IMF. (2010). Las Américas. Caluroso en el Sur mas frio en el Norte.

⁴ Stark, J. (2010). In Search of a robust monetary Policy framework.



han obtenido la credibilidad necesaria para mantenerla en niveles bajos y estables. La estabilidad de las expectativas inflacionarias ha sido una característica de la crisis reciente, estabilidad que podría haber sido menor en periodos previos en los cuales el acuerdo del banco central respecto de una inflación baja y estable, no era tan clara y evidente. El rol de las expectativas puede ser particularmente importante en una situación de deflación en un nivel más bajo de cero. Como el nivel de precios actual cae, la brecha se amplía entre el nivel de precios actuales y el de la trayectoria de la meta. Lo más severo que sea la deflación, lo más grande que será la subsecuente inflación para retornar a los precios de la trayectoria buscada. Por esa razón es recomendable un compromiso creíble de la meta de inflación.

ii) La estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Desde abril de 2010, la economía mundial ha comenzado a registrar algunos signos de recuperación de la crisis financiera y de la profunda recesión de la economía global, coyuntura que ha permitido un intenso debate acerca de las causas de la crisis y la administración de riesgos, particularmente, los de origen financiero que pudieran ser controlados y reducidos. En efecto, la limitada percepción de los desequilibrios monetarios y financieros ha representado altos costos para la política monetaria. Esa situación ha motivado para que se tome en consideración el comportamiento del ciclo y del sistema financiero para asegurar el cumplimiento del objetivo fundamental de la estabilidad de precios en un horizonte extendido y que al mismo tiempo se evite el surgimiento de

cualquier burbuja financiera.⁵ En ese contexto de política, para la Autoridad Monetaria ha sido relevante el monitoreo de las condiciones financieras relevantes, entre las cuales destaca: el crecimiento del crédito, el precio de los activos, los desbalances y apalancamiento financiero, las burbujas potenciales en precios de los activos y otras variables que podrían tener un impacto en la proyección de la inflación y el producto. Las condiciones financieras no constituyen metas, son indicadores que proveen información al banco central sobre la situación de la economía, el mecanismo de transmisión y de shocks exógenos.

Para la política monetaria el uso de la tasa de interés como instrumento de política no es suficiente para garantizar la estabilidad financiera. Existen otros instrumentos como la supervisión, la regulación y los esquemas de resolución bancaria que son fundamentales para garantizar la estabilidad financiera. Debido a que la inestabilidad financiera se origina en distorsiones del sistema financiero que pueden volverse de carácter sistémico y afectar la estabilidad macroeconómica, se debe de disponer de una interacción entre la política monetaria y financiera para evitar que tales desequilibrios afecten los mercados financieros y estos afecten el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Cómo el producto potencial y las tasas de interés neutrales han sido afectados por factores y distorsiones financieras, se ha

⁵ Stark, J. (2010). In search of a robust monetary policy framework. European Central Bank.



sugerido integrar el tema financiero a la modelación de las metas de inflación. En ese sentido, Walsh ha señalado lo siguiente: a) los precios de los activos y las fricciones financieras afectan el proceso de mecanismo de transmisión de política monetaria y generan distorsiones en la economía real; b) si la tasa de interés real de equilibrio es afectada por las tales distorsiones, la tasa de interés de política debe ajustarse para prevenir efectos negativos en la inflación o la brecha del producto; c) una respuesta de política a un incremento en los márgenes de crédito podría ser incierta y el impacto contractivo sobre la demanda podría requerir una política monetaria más expansiva; y, d) la política monetaria puede ser una herramienta para controlar una burbuja en el precio de los activos. Por esas razones, los precios de los activos financieros y las fricciones financieras se convierten en elementos relevantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria, en la poscrisis.

iii) Las medidas monetarias no convencionales. Bajo circunstancias normales la Política Monetaria con una estrategia de metas de inflación explícitas dispone del instrumento relevante que es la tasa de interés de política. Mientras que en tiempos de crisis, como se ha observado en algunos países, se ha dispuesto de otros instrumentos no convencionales, tales como el financiamiento a tasa de interés fija y a plazos largos, compra de activos financieros (facilidad cuantitativa) e intervenciones en el mercado cambiario para prevenir una apreciación cambiaria producto de una alta

volatilidad en el tipo de cambio.⁶ Como en el caso de los Estados Unidos, que ya registran su tasa de interés de corto plazo en una situación de “Zero Lower Bound”, o sea en el límite más bajo de cero, la utilización de esas opciones de política monetaria no convencionales ha constituido un elemento importante de la política monetaria anticíclica.⁷ No obstante los beneficios que puedan lograrse en el corto plazo de esas medidas no convencionales, tales operaciones han tenido su impacto en la estructura de plazos de vencimiento de la deuda pública sobre la estructura de plazos de las tasas de interés y podrían condicionar la efectividad de la política monetaria en años futuros.⁸

Thomas M. Hoening, Presidente de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas, ha señalado que en el caso de las compras de títulos bajo el programa QE2 hay que tomar precauciones adicionales por los riesgos y costos que implica, entre los cuales destaca: a) si no se tienen claros los términos y los objetivos, la facilidad cuantitativa puede generar una mala colocación de recursos financieros, mas desbalances y mayor volatilidad; b) mayores riesgos para la

⁶ Svensson, L. (2010). Inflation Targeting. Sveriges Riksbank and Stockholm University.

⁷ Incrementar la meta de inflación promedio para evitar el ZLB le pareció a Ben Bernanke como una estrategia inapropiada en las actuales circunstancias debido a que las expectativas de inflación parecen razonablemente bien ancladas y las expectativas de inflación y la inflación actual permanecen dentro de un rango consistente con la estabilidad de precios. Por esa razón, señaló Bernanke, incrementar la inflación objetivo podría tener mayores costos que beneficios, la inflación podría ser más volátil y disminuir la confianza y la habilidad de las empresas y familias para definir sus planes de largo plazo.

⁸ Hamilton, J. (2010). The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment.



independencia de la Reserva Federal; y, c) dificultades en el anclaje de las expectativas de inflación. Estas interesantes observaciones, son alertas sobre la necesidad de cuantificar el impacto que pueden tener las medidas de política no convencionales en el cumplimiento de los objetivos y eficiencia de la política monetaria, en el corto y mediano plazo.

iv) Las metas de nivel de precios una controversia de solución pendiente. Svensson señala que, actualmente, existe un debate en relación a la posibilidad de eventualmente transformar el esquema de metas de inflación a uno de metas de nivel de precios. El objetivo es estabilizar el nivel de precios alrededor de un nivel de precios meta. Esa meta del nivel de precios no necesita ser constante pero puede seguir un comportamiento determinístico correspondiente a una inflación estacionaria, eso significa, que la varianza condicional del nivel de precios llegue a ser constante e independiente del horizonte. Un beneficio, señala el autor, es que la incertidumbre implícita en la modelación podría ser menor. Otro beneficio de esa alternativa comparada con el de metas de inflación es que si el nivel de precios cae debajo de la meta de nivel de precios, las expectativas de inflación podrían incrementar y reducir la tasa de interés real aunque la tasa de interés nominal no cambie. La tasa de interés reducida podría estimular a la economía y llevar de nuevo el nivel de precios al nivel meta. Así la meta de nivel de precios podría implicar una estabilización automática, en situaciones como la planteada del límite de las tasas de interés nominales

del nivel más bajo de cero, cuando la tasa de interés ya no puede registrar mayores reducciones y la economía está en una trampa de la liquidez. Por su parte, Walsh pone en duda la credibilidad de la alternativa propuesta con base en que las expectativas no son tan útiles como un estabilizador automático si el público tiene dudas sobre el compromiso del banco central de retornar los precios a su trayectoria de meta.⁹

Mientras que en la estrategia de metas de inflación la credibilidad siguió a la experiencia y la ganancia en anclar las expectativas no fue algo que se logró inmediatamente, por lo que se ve una limitada aplicación de tal alternativa de metas del nivel de precios. La alternativa aun es motivo de debate y puede como se ha comentado, tener mayores costos que beneficios.

2. Reflexiones finales

i) La estrategia de política monetaria de metas de inflación explícitas constituye un marco de Política Monetaria que dispone de un objetivo explícito, un sistema de proyección de la inflación y una exigente transparencia y rendición de cuentas para garantizar la eficiencia de la gestión de política. En la región centroamericana convergen algunos países en el proceso de transición y consolidación de la estrategia de metas de inflación explícita y evidencian resultados favorables con niveles de inflación bajas y estables. Proceso que se fortalecerá en la medida que mejore la implementación operativa y se disponga de metodologías más

⁹ Walsh, C. (2010) The future of inflation targeting.



precisas de cálculo de la inflación y de las variables no observables tales como el producto potencial, la tasa de interés neutral y el tipo de cambio de equilibrio, que son vitales para el monitoreo y evaluación de la política. Estrategia que ha sido considerada por académicos y organismos monetarios y financieros internacionales como la más eficiente antes, durante y después de la crisis financiera global.

ii) Entre los retos más relevantes de la poscrisis para la estrategia de metas de inflación surgen el anclaje de las expectativas de inflación para consolidar y optimizar la estrategia, la interacción entre la política monetaria y la financiera, la optimización de las medidas de política monetaria no convencionales y la continuación del estudio y debate respecto a la controversial alternativa de metas de los niveles de precios.

- Svensson, L. (1998). Inflation Targeting: Some Extensions
- Svensson, L. (2005). Monetary Policy with Judgment Forecast Targeting.
- Svensson, L. (2010). Inflation Targeting.

Walsh, C. (2010). The Future of inflation targeting. University of California, Santa Cruz..

3. Referencias bibliográficas

- Joo, D. (Bernanke, B. S. (2010). Optimal Discretionary Policy vs Taylor Rule: Comparison under Zero Lower Bound and Financial accelerator
- Hamilton, J. and Jing Wu (2010). The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment.
- IMF. (2010). Las Américas. Caluroso en el Sur más frío en el Norte.
- Hoening, T. (2010). The Federal Reserve's Mandate: Long Run.