

Consideraciones sobre el Régimen de Objetivos de Inflación

PATRICIO ROJAS R.

- La evidencia internacional de los últimos 25 años señala que la estabilidad de precios se ha ido constituyendo crecientemente en la meta prioritaria de la política monetaria en el mediano plazo.
- Para tal efecto, 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.
- La razón fundamental que ha tenido la autoridad monetaria para 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 ayuda 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.
- La aplicación de una política de objetivos finales de inflación ha llevado necesariamente a un cambio en la manera de hacer política monetaria respecto de aquellas que utilizan un exclusivo objetivo intermedio (dinero o tipo de cambio) 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.
- En nuestro país, el esquema de metas de inflación no opera en plenitud. En efecto, sólo la característica de definir formalmente una meta anual de inflación hace que hoy en día califiquemos dentro de este esquema; sin embargo, la carencia de un anuncio formal de la meta de inflación de mediano plazo por parte de la autoridad, la falta de un compromiso formal de mediano plazo de la autoridad fiscal en línea con el objetivo inflacionario, la no definición de las situaciones en que se permitirán desviaciones temporales del objetivo y la escasa información tanto pública como privada para evaluar eficiente y responsablemente la gestión de la autoridad hacen que todavía quede mucho camino por avanzar en esta materia.

Patricio Rojas R. Ph. D. en Economía, MIT. Profesor, Universidad Católica de Chile. Investigador, Centro de Estudios Públicos.

I. Introducción

La evidencia internacional de los últimos 25 años señala que la estabilidad de precios se ha ido constituyendo crecientemente en la meta prioritaria de la política monetaria en el mediano plazo. Adicionalmente, los países han ido tendiendo cada vez más a restringir el comportamiento de los bancos centrales a ser consistentes con esta meta. Chile no ha sido la excepción en esta materia. La autonomía otorgada al Banco Central en 1989, con el claro objetivo de velar por la estabilidad de la moneda, en conjunto con su accionar durante los noventa, demuestra el alto grado de compromiso que ha exhibido la economía y en especial la autoridad monetaria con el objetivo antiinflacionario.

Tradicionalmente, la ansiada estabilidad de precios se ha obtenido mediante la utilización de ciertas reglas de política, tales como las de un cierto objetivo de crecimiento monetario o fijación de la paridad cambiaria. Sin embargo, en el último tiempo tales reglas de política no han contado con un grado importante de éxito en ciertas economías¹, motivo por el cual 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 lo fundamental, es este último esquema el que ha operado en nuestra economía durante la presente década, a través de anuncios formales de objetivos anuales de inflación y sólo informalmente manifestando el Banco Central su intención de lograr a

¹ Esto 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.

mediano plazo una tasa de inflación del orden de las que exhiben los países desarrollados.

Con base en el nivel de implementación que posee la política de objetivos de inflación en Chile, el interés de esta nota es entregar algunos argumentos teóricos y prácticos que deberían de ser considerados por la autoridad en su deseo de querer profundizar la utilización de una política de objetivos como una herramienta efectiva para el control de la inflación.

II. Evidencia y méritos de la política de objetivos

Al igual que en otras experiencias, la razón fundamental que ha tenido la autoridad monetaria para 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 ayuda 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. 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.

En términos generales, la aplicación de una política de objetivos finales de inflación ha llevado necesariamente a un cambio en la manera de hacer política monetaria respecto de aquellas que utilizan un exclusivo objetivo intermedio (dinero o tipo de cambio) 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 del que disponen para alcanzar el objetivo final de inflación.

De acuerdo a la experiencia de los países que han implementado objetivos de inflación, la elección de estos regímenes no les ha impedido el seguir utilizando señales u objetivos intermedios informales en el desarrollo de sus políticas monetarias. Aún más, la existencia de largos y cambiantes rezagos de los efectos de la política monetaria sobre la economía y en particular sobre la inflación hacen indispensable la utilización de objetivos intermedios 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 anticipador de los hechos, 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 el 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 (p. ej., cambios en la velocidad del dinero, o en la inflación externa), y además incluye variables adicionales que también tienen un rol sobre la inflación futura (p. ej., desempleo, precio de materias primas).

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 conocida 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 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.

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 consistencia entre su discurso y sus acciones. Una forma de resolver el problema de control del público sobre las acciones del Banco Central y de credibilidad 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.

Si bien el desempeño en materia de reducción de la inflación ha sido satisfactorio en la mayoría de los países que utilizan este esquema, 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.

En nuestro país, el esquema de metas de inflación no opera en plenitud. En efecto, sólo la característica de definir formalmente una meta anual de inflación hace que hoy en día califiquemos dentro de este esquema, sin embargo, la carencia de un anuncio formal de la meta de inflación de mediano plazo por parte de la autoridad, la falta de un compromiso formal de mediano plazo de la autoridad fiscal en línea con el objetivo inflacionario, la no definición de las situaciones en que se permitirán desviaciones temporales del objetivo y la escasa información tanto pública como privada para evaluar eficientemente la gestión de la autoridad, hacen que todavía quede mucho camino por avanzar en esta materia.

III. Conclusiones y recomendaciones de política

En consideración al grado de implementación que alcanza la política de objetivos en Chile, y a la luz de las experiencias de los países que utilizan plenamente este esquema

de objetivos², es posible sustraer 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 modalidad de política monetaria.

Primero, 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.

Segundo, se requiere la formulación de políticas monetaria, fiscal y cambiaria coherentes unas con otras en el mediano plazo. En particular, el establecimiento de un presupuesto público de mediano plazo consistente 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.

Tercero, se requiere identificar qué índice de precios es el más adecuado para realizar los objetivos. Debido a que el actual IPC ha demostrado ser altamente volátil, se requiere 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. Además, sería

² Un análisis de las experiencias de los países que han implementado esquemas de objetivos de inflación puede ser encontrado en "Objetivos de Inflación: Consideraciones Teóricas y Evidencia Empírica", de Susana Jiménez y Patricio Rojas, *Estudios Públicos* 65 (verano 1997).

importante que estos indicadores sean calculados por una fuente oficial distinta del Banco Central y que sean publicados periódicamente. A su vez, se hace necesario estudiar a qué tipo de choques la economía en particular se encuentra más frecuentemente afectada, de modo de definir claramente cuáles son las situaciones en que se permitirán desviaciones temporales del objetivo. Ciertamente, la próxima publicación de un IPC, con base en una nueva canasta, hace que éste sea un momento oportuno de iniciar la definición y posterior publicación de un indicador oficial de inflación subyacente a ser utilizado como meta o como indicador para evaluar la gestión de la autoridad monetaria.

Cuarto, se debe tender a apoyar que los objetivos de inflación sean 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. En particular, los rezagos con que afecta la política monetaria a los precios en la economía chilena se estiman del orden de cuatro a cinco trimestres³. Por otra parte, en el caso que el horizonte definido inicialmente esté expirando y la autoridad, además de definir un nuevo horizonte, define 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.

Quinto, la experiencia de los países enseña que el *objetivo de mediano plazo* debe 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, evitando con esto la interpretación equivocada que la política monetaria se ha tendido a relajar. A su vez, 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 el caso de Chile, la práctica de establecer metas punto o específicas se justificaría solamente por su calidad de ser una meta a un año y no una de mediano plazo. En particular, la ausencia de un objetivo formal de mediano plazo no fue un requisito importante cuando la inflación se elevaba a niveles del 8-10%, siendo suficiente el manifestar informalmente que la intención era alcanzar a fines de siglo una tasa de inflación del orden de las que exhiben los países desarrollados; sin embargo, a medida que nos acercamos a niveles considerados internacionalmente bajos, el conocimiento formal del objetivo de mediano plazo se vuelve cada vez más necesario para la credibilidad del sistema.

Finalmente, la credibilidad del programa debería verse aumentada significativamente a medida que existe un mayor grado de información respecto de la gestión de la autoridad monetaria y fiscal en cuanto al cumplimiento de los objetivos. Ciertamente, la reciente política del Banco Central de publicar un extracto de las actas de las reuniones de instancia monetaria va en esta dirección. El camino lógico de la autoridad en esta materia debería ser la publicación futura de informes de inflación, en el cual se informara no sólo acerca de la gestión desarrollada para controlar la inflación en los períodos recientes sino que también se entregaran antecedentes y análisis respecto al futuro desarrollo de los determinantes de la inflación, y la consistencia de éstos con el cumplimiento del objetivo inflacionario.

³ Se estima que cambios en la tasa real de interés necesitarían de alrededor de tres a cuatro trimestres para afectar el gasto agregado, para posteriormente este último afectar los precios en un plazo de uno a dos trimestres.