

Nota Técnica

Algunos conceptos relevantes de política monetaria en una economía pequeña y abierta

■ 1.1 El trilema de la política monetaria

El trilema de la política monetaria (Mundell, 1963) consiste en que la política monetaria está enfrentada a tres objetivos, cada uno de estos objetivos es deseable en sí mismo aunque los tres son imposibles de lograr al mismo tiempo. El primer objetivo es el de lograr determinado nivel de tipo de cambio, el segundo, lograr determinado nivel de la tasa de interés, el tercero, tener movilidad de capitales.

El objetivo de tipo de cambio es deseable para lograr objetivos con respecto al comercio internacional. El objetivo de tasa de interés es deseable para lograr objetivos domésticos relacionados con el ciclo económico. El tercero, de movilidad de capitales, es deseable para fomentar la eficiencia en la asignación del ahorro y la competitividad doméstica. Cada uno de los objetivos es deseable en sí mismo, pero sólo dos pueden ser alcanzados simultáneamente; ese es el trilema¹.

El trilema plantea unas posibilidades e impone unas restricciones al marco para el funcionamiento de la política monetaria. En efecto, si hay movilidad internacional del capital, la política monetaria tendrá que tomar una de dos soluciones de esquina. La primera, la más probable si hay credibilidad en la política monetaria, podrá adoptar como ancla nominal la meta de inflación o la cantidad de dinero y dirigir la política monetaria a objetivos domésticos como la inflación y el ciclo económico. La segunda, la más probable si hay una historia de hiperinflación, la política monetaria tendrá que adoptar como ancla nominal el tipo de cambio, renunciar a la conducción independiente de la política monetaria y permitir que la tasa de interés tome endógenamente el nivel de la economía de referencia, por ejemplo, que siga la tasa de interés de Estados Unidos que naturalmente persigue objetivos referidos a ese país².

Si la movilidad internacional del capital es baja, se podrán lograr objetivos simultáneos

1 La imposibilidad del trilema se comprueba al cotejar la movilidad de capitales con una de sus implicaciones: la paridad descubierta de tasas de interés.

2 La historia monetaria de América Latina ha demostrado que el régimen de tipo de cambio fijo es una solución disponible para los países que no han tenido una historia de disciplina y credibilidad de la política monetaria. Pero además, el tipo de cambio fijo es una opción disponible para países con choques simétricos a otros países. Sobre este tema se puede consultar la teoría de las áreas monetarias óptimas (ver por ejemplo Mundell, 1961).

de tipo de cambio y tasa de interés. Este es el caso de algunos países del África, en los que, a pesar de permitir la libre movilidad internacional del capital, el capital no fluye. Este también es el caso de países a los que el capital fluiría en mayor medida si se permitiera, pero en donde las autoridades establecen controles que impiden su movilidad. El caso más notorio en la actualidad es el de los países emergentes más grandes y dinámicos, China e India, aunque India anunció recientemente que en 2008 estaría desmontando los controles a los flujos de capital.

1.2. El ancla nominal y los regímenes de conducción de la política monetaria

Cuando hay inflación, todas las variables nominales aumentan. Los salarios nominales, el tipo de cambio y la cantidad de dinero aumentan a tasas que en el largo plazo mantienen una relación directa con la tasa de aumento en los precios, la inflación. También las tasas de interés nominales mantienen en el largo plazo una relación directa con el crecimiento de las variables nominales.

El objetivo de estabilidad de precios puede conseguirse por medio de tres estrategias o regímenes diferentes de conducción de la política monetaria: las estrategias monetaria, cambiaria y de inflación objetivo. Cada una de estas estrategias corresponde a tres anclas nominales: el dinero, el tipo de cambio y la meta de inflación. La decisión más importante de la política monetaria es la decisión de cuál es el ancla nominal de la economía, es decir, la estrategia o el régimen de conducción de la política monetaria.

Además de estas tres estrategias de manejo de la política monetaria, la realidad es que varias economías implementan la política monetaria con regímenes intermedios o híbridos.

Las estrategias intermedias son poco transparentes y son por lo general difíciles de entender por parte del público y en ocasiones aún por parte de los mismos encargados de diseñar la política monetaria. Las estrategias de esquina tienen la ventaja de ser transparentes y su funcionamiento fácil de entender por parte del público. La solución de esquina en el caso de la flotación es más idealizada pues por lo general los países intervienen en el mercado cambiario directamente (con reservas internacionales) o al menos indirectamente (con la tasa de interés), pero casos concretos de soluciones de esquina en el caso de la flotación son Nueva Zelanda y posiblemente Suiza y casos concretos de rigidez son los países dolarizados o con caja de convertibilidad.

A lo largo de la historia los países han optado por una de estas anclas o regímenes intermedios dando lugar a diferentes arreglos de la economía internacional. Por ejemplo, el sistema de Bretton Woods de 1944-1973 estableció tipos de cambio fijos de cada país con respecto al dólar y una paridad del dólar con respecto al oro. El sistema posterior que comenzó en 1973 permitió la flotación de los tipos de cambio y comenzó a definir el crecimiento de las variables nominales por medio de un ancla monetaria. En los años noventa, cuando la relación entre el dinero y la inflación se hizo menos predecible, el ancla nominal de un número creciente de países comenzó a ser la meta de inflación.

1.3 El régimen de tipos de cambio

Los distintos regímenes de conducción de la política monetaria tienen relación con el régimen de tipo de cambio. Como se mencionó anteriormente, los esquemas de mayor flexibilidad del tipo de cambio permiten que la política monetaria sea

dirigida a objetivos domésticos como la estabilización del producto y de la inflación. Los esquemas más rígidos permiten anclar la inflación a la del país de referencia al costo de delegar la política monetaria a ese país.

Existe una gama de regímenes cambiarios que van desde la flotación total a la rigidez absoluta. En el extremo de más flexibilidad está la flotación independiente y continuando en orden de mayor flexibilidad a mayor rigidez se pueden enumerar otros regímenes como los de la flotación intervenida, el sistema de bandas cambiarias, el tipo de cambio fijo pero ajustable, la caja de convertibilidad, la dolarización, y finalmente, la unión monetaria.

En la clasificación de los regímenes cambiarios es necesario tener en cuenta la distinción entre regímenes de jure y de facto. Según Calvo y Reinhart (2002) y, por ejemplo, Levy-Yeyati y Sturzeneger (2005), aunque la autoridad monetaria de varios países expresa formalmente que el régimen de tipo de cambio es de determinadas características, en realidad el régimen es otro. Más frecuentemente las autoridades monetarias expresan que el tipo de cambio tiene flexibilidad pero interviene en el mercado cambiario en la magnitud necesaria para que el tipo de cambio sea rígido. Tipos de cambio que oficialmente son flexibles de hecho son rígidos.

1.4 Las anclas y el trilema

En la estrategia monetaria de conducción de la política monetaria el ancla nominal es la cantidad de dinero. De acuerdo al trilema, el tipo de cambio podrá ser controlado o no dependiendo de si hay o no movilidad de capitales. Si hay control a los movimientos de capital o si la movilidad del capital es baja, el tipo de cambio puede llevarse al nivel que

sea deseado. Si hay movilidad del capital, el tipo de cambio deberá flotar.

En la estrategia de tipo de cambio el ancla nominal es el tipo de cambio mismo. De acuerdo al trilema, si hay control a los movimientos de capital el banco central podrá dirigir la tasa de interés a objetivos domésticos. Si hay movilidad de capital la tasa de interés deberá ser endógena a la del país de referencia.

En la estrategia de inflación objetivo el ancla nominal es la meta de inflación. Los países que han aplicado la estrategia de meta de inflación por lo general tienen movilidad de capitales y por esto en estos países el tipo de cambio por lo general flota. La flotación en los países que conducen la política monetaria por medio de meta de inflación, sin embargo, es bastante intervenida (al respecto ver Ho y McCauley, 2003).

1.5 Instrumento, meta intermedia y objetivos de la política monetaria

Los economistas especializados en asuntos monetarios generalmente clasifican los instrumentos y objetivos de la política monetaria, bajo cada régimen monetario, de acuerdo a tres categorías: la meta operativa, la meta intermedia y la meta final.

La meta final es el objetivo final de la política monetaria. Este objetivo es generalmente definido de forma amplia como la estabilidad de precios y entendido como una tasa de inflación baja y positiva. Otro objetivo con frecuencia incluido en los mandatos constitucionales o legales que deben seguir los bancos centrales es el de la estabilidad del producto. Este objetivo no es incompatible con el objetivo de estabilidad de la inflación si los principales choques a la economía son a la demanda agregada, sin embargo, si los principales

choques tienen que ver con cambios en la oferta, los objetivos de estabilidad de la inflación y estabilidad del producto son incompatibles³.

La meta operativa de la política monetaria es el instrumento que está más directamente bajo el control de la autoridad monetaria y la meta intermedia es una variable que tiene una relación estable o al menos predecible con el objetivo final. La meta intermedia además debe poder ser controlable por la autoridad monetaria mediante el manejo de la meta operativa.

En la estrategia monetaria, la meta operativa es generalmente la tasa de interés y la meta intermedia un agregado monetario. El agregado monetario que se escoge dentro de esta estrategia debe ser controlable por medio de las tasas de interés y debe tener una relación estadística estable con la inflación. La mecánica de la estrategia monetaria consiste en que si el agregado monetario se sitúa por encima de un nivel objetivo, las tasas de interés aumentan y si se ubica por debajo, las tasas de interés disminuyen.

En la estrategia de tipo de cambio la meta operativa es el tipo de cambio mismo, pero también puede ser la tasa de interés. Si es el tipo de cambio, el banco central se compromete a comprar y vender las divisas que sean necesarias al tipo preestablecido. Si es la tasa de interés, el banco central mueve la tasa de interés para hacer que el tipo de cambio, determinado en el mercado, sea fijo. En este último caso, el tipo de cambio es la meta intermedia.

En la estrategia de inflación objetivo, la meta operativa es la tasa de interés y la meta intermedia es el pronóstico de inflación. La inflación se dirige a la meta por medio de un mecanismo operativo orientado hacia el futuro y basado en los mecanismos de transmisión de la política monetaria que se mencionarán más adelante. Si el pronóstico está por encima de la meta, la tasa de interés aumenta y viceversa.

■ 2. EL RÉGIMEN DE INFLACIÓN OBJETIVO

Anteriormente, los estudios sobre metas de inflación comenzaban mencionando los países que habían adoptado este marco para el manejo de la política monetaria. Hoy, debido a su amplia difusión, parece más razonable mencionar los países que aún no han adoptado esta estrategia.

Dejando de lado los países con tipo de cambio fijo, los más importantes casos de países que aún no han adoptado el esquema de metas de inflación son Estados Unidos, Europa, Japón, China e India. Probablemente pronto habrá que borrar de esta corta lista a los Estados Unidos, pues el nuevo gobernador de la Reserva Federal, en su momento, hizo importantes contribuciones académicas a esta estrategia⁴ Al escribir este documento, el gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos, Benjamin Bernanke, ya había comenzado a allanar el camino para la adopción de una meta de inflación defendiendo ante el Congreso.

3 Si la inflación aumenta porque aumenta la demanda, un aumento en las tasas de interés contiene la demanda y la inflación. Si la inflación aumenta porque bajó la oferta, por ejemplo, de alimentos, un aumento en las tasas de interés baja la inflación en el mediano plazo pero enfatiza la caída en la producción. Hay un desfase en los plazos pues la caída de la oferta de alimentos aumenta la inflación en el corto plazo y un aumento en la tasa de interés disminuye la inflación en el mediano plazo. de su país que los objetivos de inflación y de crecimiento no son incompatibles.

4 Al escribir este documento, el gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos, Benjamin Bernanke, ya había comenzado a allanar el camino para la adopción de una meta de inflación defendiendo ante el Congreso de su país que los objetivos de inflación y de crecimiento no son incompatibles.

Como anota Truman (2003), de los países que han adoptado la estrategia de metas de inflación, ninguno la ha abandonado, excepto España y Finlandia pues se unieron a la moneda única del Sistema Monetario Europeo. Este parece ser, por ahora, un récord sobresaliente para una estrategia de conducción de la política monetaria que, a lo sumo, sólo lleva 15 años de funcionamiento en los países que la implementaron inicialmente.

2.1 Orígenes conceptuales

2.1.1 La inflación, un fenómeno de política monetaria

Como dijimos anteriormente, las variables nominales de la economía mantienen en el largo plazo una relación positiva. Debido a la relación positiva entre la inflación y una variable nominal en particular, la cantidad de dinero, Milton Friedman hizo famosa su frase: "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario". En esta frase hay un sentido de causalidad unidireccional. Años después, su discípulo Robert Lucas, también de la Universidad de Chicago, mostraría que el crecimiento de los precios mantiene una relación positiva con el crecimiento de la cantidad de dinero y también con otra variable nominal, la tasa de interés (Lucas, 1980). Es fácil extender el ejercicio de Lucas para mostrar que la inflación mantiene una relación positiva también con otras variables nominales como los salarios y el tipo de cambio.

Entonces, cuando hay inflación hay mayores promedios de crecimiento de todas las variables nominales: dinero, salarios y tipo de cambio, y también hay mayores tasas de

interés nominales. Pero esta relación está desprovista de causalidad. ¿Es la inflación un fenómeno monetario? O en otras palabras ¿es el crecimiento del dinero la causa de la inflación? La respuesta es no, por ejemplo, si el régimen monetario es de tipo de cambio fijo, la inflación no es consecuencia del crecimiento del dinero sino al revés.

Hemos visto que la forma en la que se determina la inflación (y por lo tanto las demás variables nominales en la economía) depende del ancla nominal, es decir, de la escogencia de la estrategia de conducción de la política monetaria. Sin embargo, la frase de Friedman hace pensar a los economistas que la inflación es, bajo cualquier ancla, un fenómeno monetario, independientemente del régimen de conducción de la política monetaria. Es como si los economistas pensarán que la inflación es un fenómeno natural no creado por el hombre por la decisión de cuál es el ancla nominal de la economía y el manejo del respectivo instrumento, sino determinado misteriosamente siempre y en todo lugar por el crecimiento de la cantidad de dinero. Desde mi punto de vista, esta manera de pensar no parece ser correcta⁵. Si el ancla nominal es el tipo de cambio, la inflación no es un fenómeno monetario o lo es solamente en sentido de correlación y no de causa. Y de forma más relevante para Chile, si el ancla es la meta de inflación ocurre lo mismo.

Si hemos de utilizar la frase de Friedman en sentido de causa, podríamos hacerlo con una modificación importante. La inflación es un fenómeno de política monetaria⁶. La decisión de política monetaria que

5 Este punto de vista es frecuentemente compartido entre los economistas especializados en metas de inflación. Me animé a ventilarlo públicamente cuando lo ví expresado en las notas de clase del profesor Lars Svensson (2005, página 10).

6 Ví esta frase en una presentación de Peter Westaway en el Banco de Inglaterra.

determina la inflación es la escogencia del ancla y el manejo que se de al instrumento monetario dentro de ese régimen. Si el ancla es monetaria, la inflación es un fenómeno monetario, si es cambiaria la inflación es en el largo plazo un fenómeno de cuánto es la inflación internacional y el cambio en el tipo de cambio y si el ancla es la meta de inflación, la inflación es un fenómeno de cómo el banco central fija la meta de inflación y si cumple con la meta de largo plazo o no.

2.1.2 La inflación, el objetivo de la política monetaria

El desarrollo de la teoría monetaria y la experiencia de varios países han llevado a los economistas a ciertos consensos. Las preguntas teóricas sobre cuáles son las consecuencias de la política monetaria sobre la actividad económica y la inflación ya tuvieron respuesta (ver por ejemplo el survey que hace McCallum en la introducción de su artículo de 1988).

¿Puede la política monetaria estimular el nivel de actividad económica? Es ampliamente aceptado que en el corto plazo la política monetaria tiene impacto sobre la actividad económica, pero que en el largo plazo la política monetaria no tiene efecto alguno. La política monetaria no puede estimular el nivel ni la tasa de crecimiento del producto permanentemente. A raíz de la estanflación de Estados Unidos en los años setentas, la literatura de las expectativas racionales demostró que la expansión monetaria se incorpora en las expectativas de inflación y el efecto de una política monetaria expansiva es solamente sobre la inflación y en el largo plazo. En el largo plazo la política monetaria no tiene efecto sobre la actividad económica.

Otra literatura, la literatura sobre el costo en bienestar de la inflación, ha mostrado que la inflación causa un menor nivel de producto (ver por ejemplo Lucas, 2000)⁷. Este es un tipo de no neutralidad de la política monetaria que implica que el activismo del banco central sólo puede causar costos.

La más importante implicación de todos estos consensos es que la responsabilidad de los bancos centrales es la de dar un ancla nominal a la economía. Es el resultado de estos consensos lo que Truman (2003) afirma son los antecedentes académicos de meta de inflación.

Es en el control de las variables nominales en el largo plazo en donde los bancos centrales tienen un alto grado del control y es esto lo que la política monetaria puede hacer. En palabras de Bernanke (1999), meta de inflación hace que el banco central “se dirija a aquello que puede hacer y que no intente lograr lo que no puede hacer”.

2.2 Características de meta de inflación

Los economistas definen la estrategia de meta de inflación por sus características. Svensson (2005) agrupa estas características en tres⁸: una meta de inflación, transparencia y una operatividad del banco central orientada hacia el futuro.

2.2.1 Un objetivo de inflación

El objetivo de inflación es un mandato constitucional o legal que requiere que el banco central persiga la estabilidad de precios. En ausencia de un requerimiento constitucional o legal, el objetivo de estabilidad de precios puede ser parte de la manera de pensar y de tomar decisiones de

7 Aún otra literatura muestra que la inflación está relacionada negativamente con la tasa de crecimiento del producto (el artículo seminal de esta literatura de carácter empírico es Barro, 1996).

8 Svensson (2005) incluye otras características de metas de inflación en una de estas tres características.

los encargados de ejecutar la política monetaria.

2.2.2 Transparencia

Svensson (2005) define transparencia como la claridad en la racionalidad de las decisiones de política monetaria y la disponibilidad de acceso a información que permita conocer la racionalidad de esas decisiones.

Una característica de meta de inflación relacionada con la transparencia es la rendición de cuentas⁹. Los bancos centrales que siguen la estrategia de meta de inflación por lo general son responsables ante el gobierno, el congreso o ante el público en general.

Para dar transparencia, los bancos centrales que persiguen objetivos de inflación utilizan un conjunto de instrumentos de comunicación como comunicados de prensa, ruedas de prensa e informes de inflación.

Los informes de inflación comunican los resultados de la inflación, las proyecciones de la inflación, el por qué de las desviaciones de la inflación con respecto a la meta y las decisiones de política monetaria para hacer que en el mediano plazo la inflación se dirija a la meta. En documentos más técnicos accesibles a la comunidad académica, los bancos comunican cómo entienden que funciona la economía y como conciben que funcionan los mecanismos que hacen que la meta de inflación sea el ancla nominal.

Algunos economistas creen que la comunicación de los planes del banco central

incrementa la efectividad de la política monetaria. La razón es que la información tiene efecto sobre lo que el público considera son las intenciones del banco central y esto puede tener consecuencias sobre las expectativas de inflación. A su vez, las expectativas de inflación tienen consecuencias sobre la inflación misma. Otros economistas son más escépticos acerca de si la comunicación de los planes del banco central tiene algún efecto sobre la inflación empíricamente.

Dentro del informe de inflación, una estrategia de comunicación que se ha difundido internacionalmente es el gráfico abanico¹⁰. Este gráfico comunica la proyección central, el nivel de incertidumbre y el riesgo del pronóstico de inflación del banco central.

2.2.3 Un procedimiento operativo que mira hacia el futuro

Debido a que existe un rezago en el efecto de la política monetaria sobre la inflación, las acciones de política monetaria que se toman en determinado momento tienen un efecto sobre la inflación unos trimestres adelante.

Por esta razón la estrategia de meta de inflación cuenta con un procedimiento operativo que consiste en proyectar la inflación a futuro, incluyendo el efecto de las acciones de política, y en comparar esta proyección de la inflación con la meta.

Los principales mecanismos de transmisión de las acciones de política monetaria¹¹ y los

9 "Accountability".

10 "Fan chart".

11 Los mecanismos o canales de transmisión de la política monetaria son: Primero, el canal de demanda agregada por medio del cual un aumento de la tasa de interés disminuye la demanda agregada y disminuye la inflación. Segundo, el de tipo de cambio por medio del cual un aumento en la tasa de interés aprecia el tipo de cambio, disminuye la inflación de importaciones y disminuye la inflación. La apreciación del tipo de cambio también disminuye la demanda agregada y también activa el canal de demanda agregada. Y tercero, el canal de expectativas por medio del cual un aumento de la tasa de interés disminuye las expectativas de inflación (con expectativas racionales las expectativas disminuyen porque, a través de todos los canales, disminuye la inflación misma) y el descenso en las expectativas de inflación disminuye la inflación misma.

efectos de distintos choques que pueden tener consecuencias sobre la inflación¹² por lo general están formalizados en algún modelo o modelos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En el caso de algunos bancos, estos modelos comunican cómo, oficialmente, la junta del banco entiende los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En ocasiones estos modelos también permiten a la junta analizar las consecuencias sobre la inflación futura de distintas choques y políticas.

■ Referencias bibliográficas

- Barro, Robert. "Inflation and Growth". Federal Reserve Bank of Saint Louis, Economic review. Vol. 78. No.3, 1996.
- Bernanke, Benjamín, Thomas Lauchbach, Frederic Mishkin y Adam Posen. Inflation Targeting, Lessons From the International Experience. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1999.
- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart. "Fear of Floating". Quarterly Journal of Economics, 2002, 107(2), pp. 379-408.
- Friedman, Milton y Ana Schwartz. A Monetary History of the United States, 1987-1963. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1963.
- Ho, Corrine and Robert N. McCauley. "Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Economies". Bank for International Settlements. BIS Working Papers, No. 130, February, 2003.
- Levy-Yeyati, Eduardo & Federico, Sturzenegger, "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words". European Economic Review, Elsevier, Vol. 49 (6), pages. 1603-1635, 2005.
- Lucas, Robert E, Jr, "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money". American Economic Review, December, 1980. 70 (5), pp. 1005-14.
- Lucas, Robert E. Jr. "Inflation and Welfare", Econometrica, Econometric Society, vol. 68 (2), pages 247-274, March, 2000.
- McCallum, Bennett, "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy". Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 29, pages 173-204, 1988.
- Mundell, Robert. "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, 51, September, 1961, pages 657.665.
- Mundell, Robert. "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates". Canadian Journal of Economics. Vol. 29, pages 475-485, 1963.
- Svensson, Lars. "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting". Unpublished paper, 2005.
- Svensson, Lars. "Class notes, Eco 504". Unpublished, Spring, 2005.
- Truman, Edwin. Inflation Targeting in the World Economy. Washington D.C.: Institute for International Economics, October, 2003.

Profesor
Eduardo González Tapia

¹² Ejemplos de estos choques son aumentos súbitos en la inflación de alimentos, aumentos en el precio del petróleo o cambios grandes y no anticipados en los flujos de capital.