

Metas de inflación en economías emergentes:

JORGE SALAS*

La evaluación del FMI

El artículo resume los efectos macroeconómicos y las condiciones para aplicar el esquema de metas explícitas de inflación en los países emergentes, aspectos analizados por el organismo financiero internacional.

* Departamento de Modelos Macroeconómicos.

En los últimos años, el esquema de Metas de Inflación (MI) ha sido adoptado por un creciente número de bancos centrales alrededor del mundo. Ello ha dado lugar a diversas investigaciones académicas dedicadas a explorar cuestiones como los efectos macroeconómicos de dicha estrategia de política monetaria y la importancia de las “precondiciones” necesarias para su adopción. Un estudio al respecto fue realizado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el capítulo IV del World Economic Outlook (WEO) de setiembre de 2005¹, el cual centra su atención en las economías emergentes que, como en el caso del Perú desde el año 2002, emplean el régimen de MI. En este artículo se sintetizan las ideas expuestas en el mencionado documento y se realiza un breve análisis comparativo con los resultados de otras investigaciones.

■ Metas de inflación: una alternativa viable y “popular”

En la actualidad, existe un consenso acerca de la tarea fundamental de los bancos centrales: garantizar la estabilidad de precios en la economía. El Perú, por su parte, no es ajeno a este consenso puesto que nuestra Constitución señala que “la finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria” (art. 84º).

Sin embargo, para el logro de dicho fin hay diversas estrategias de política posibles. Una de ellas es el uso de metas monetarias, es decir, el banco central fija un objetivo para el crecimiento de un cierto agregado monetario bajo el supuesto de que ello le permitirá controlar la inflación. No obstante, como lo indican el WEO y otros estudios internacionales², el vínculo de corto plazo entre el dinero y los precios es débil en razón de la inestabilidad de la velocidad del dinero y del multiplicador monetario. De otro lado, una alternativa la constituyen los objetivos de tipo cambio, pero esta clase de regímenes implica renunciar, en cierta o total medida, al manejo autónomo de la política monetaria y deja al banco central muy expuesto a costosos ataques especulativos.

A diferencia de las estrategias de política monetaria recién descritas, el esquema de MI posee dos características simples, pero fundamentales, que lo han convertido en una alternativa atractiva y de creciente popularidad para los bancos centrales: en primer lugar, el banco solo se compromete a un objetivo numérico para la inflación anual y, en segundo término, la proyección de la inflación para un horizonte de tiempo determinado es el indicador que guía el curso de la política monetaria. Es decir, la preocupación del banco central se enfoca exclusivamente en el cumplimiento de su objetivo explícito para la inflación y no en algún compromiso intermedio para un cierto agregado monetario o el tipo de cambio.

Hoy en día, de acuerdo con el estudio del FMI, 21

países —de los cuales 13 son emergentes— practican el régimen de MI y todos ellos, con la única excepción de México, emplean una tasa de interés de corto plazo como su meta operativa. En el caso peruano, dicha meta está constituida por la tasa de interés interbancaria.

A continuación, se revisan los resultados empíricos señalados por el FMI.

■ ¿Tiene efectos macroeconómicos positivos la adopción de las MI?

En cuanto al impacto macroeconómico, resalta el hallazgo de que las economías emergentes que adoptaron MI redujeron significativamente tanto el nivel como la volatilidad de la inflación en comparación a un grupo de países emergentes que no posee este esquema. Así, el primer conjunto de países muestra tasas promedio de inflación menores en 4,8 por ciento que el segundo grupo; más aun, se halla evidencia de que este resultado favorable se logró sin ningún efecto negativo sobre el crecimiento económico. Igualmente, el WEO reporta que los países emergentes con MI experimentaron una reducción significativamente mayor en el nivel y en la volatilidad de las expectativas inflacionarias. Por último, la volatilidad del tipo de cambio nominal, de las reservas internacionales y de la tasa de interés real también ha sido menor en estas economías emergentes con respecto a las del grupo de control.

En suma, el FMI concluye que los efectos macroeconómicos del uso de esta estrategia de política monetaria han sido predominantemente favorables.

GRÁFICO 1 ■ Países con esquema de metas explícitas de inflación



¹ Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/chapter4.pdf>

² Ver, por ejemplo, De Gregorio, José (2004), Rapid Growth of Monetary Aggregates and Inflation: The International Evidence, Working paper No. 256, Banco Central de Chile; y Mishkin, Frederic y Miguel Savastano (2001), Monetary Policy Strategies for Latin America, Journal of Development Economics, vol. 66, No. 2.

■ **¿Son importantes las “precondiciones” requeridas para adoptar MI?**

Una crítica que suele imputarse al esquema de MI se refiere a la supuesta necesidad de una serie de precondiciones que limitaría la aplicación de este régimen monetario por parte de los países que no pueden cumplirlas. Para evaluar la relevancia de estos factores, el FMI realizó una encuesta a los 21 bancos centrales que utilizan MI y a otros 10 bancos de economías emergentes que emplean regímenes alternativos. El análisis se efectuó para cuatro categorías de precondiciones: independencia institucional, infraestructura técnica, estructura económica y salud del sistema financiero y bancario.

Respecto a la independencia institucional -ligada a la autonomía legal y a la ausencia de presiones política o fiscal sobre el banco central-, las respuestas indicaron que solo un quinto de los países emergentes satisfacían fuertemente esta condición cuando adoptaron MI; así por ejemplo, en el momento de la adopción, los niveles de deuda pública de las economías emergentes eran mayores, en promedio, a los mostrados por los países industrializados.

En relación a la infraestructura técnica, la mayoría de bancos centrales empezó el régimen de MI con poca o nula capacidad de predicción macroeconómica, e incluso ningún modelo de proyección, y tampoco contaban con una suficiente disponibilidad de información estadística (en especial, los países emergentes).

En lo que se refiere a la estructura económica, ninguno de estos países tenía condiciones económicas ideales en el momento de la adopción del esquema y se mostraban particularmente sensibles a variaciones en los tipos de cambio y precios de commodities, mientras que algunos -como el caso del Perú- tenían niveles elevados de dolarización.

Por último, respecto a la salud del sistema financiero y bancario, la mayoría de países tenía bajos niveles de capitalización, emisión de bonos privados y de madurez de los bonos activamente transados.

En síntesis, el FMI halla que ninguno de los bancos encuestados tenía sólidas precondiciones al momento de adoptar MI, lo cual, sin embargo, no ha impedido el éxito del esquema en estos países.

■ **A manera de conclusión: un breve análisis comparativo**

Finalmente, cabe preguntarse si la evidencia reportada por el FMI es consistente con los hallazgos empíricos de otras investigaciones. Para responder esta inquietud, se recurre a la comparación con tres recientes trabajos realizados por Vega y Winkelried (2005)³, Roger y Stone (2005)⁴ y Gonçalves y Salles (2006)⁵.

En el primero de estos documentos se menciona que la adopción de MI está relacionada con menores niveles promedio y de volatilidad de la inflación, a comparación de otros países que no rigen su política monetaria por este esquema. Igualmente, los autores señalan que estos beneficios han sido más fuertes en el caso de las economías emergentes: así, los países en desarrollo con MI poseen una inflación promedio menor en un rango entre 3,2 y 6,3 por ciento que sus pares que utilizan otros regímenes.

Por su parte, Roger y Stone (2005) destacan que a pesar que las economías emergentes poseen características estructurales que las hacen más vulnerables a choques financieros y reales -o en otros términos, sus precondiciones son más débiles en relación a los países industrializados-, estas han sido capaces de adoptar exitosamente MI. No obstante, añaden que las economías desarrolladas son menos proclives a errar en sus objetivos de inflación.

De otro lado, Gonçalves y Salles (2006) estudian una muestra de economías emergentes y concluyen que el uso de MI ha contribuido de modo significativo a que el subconjunto de países que emplea este esquema haya logrado una mayor reducción promedio de la inflación y de la volatilidad del crecimiento económico (mas no de la variabilidad de la inflación).

En resumen, los resultados obtenidos por el estudio del FMI son generalmente consistentes con los encontrados en otros trabajos, lo cual respalda la confiabilidad de sus principales conclusiones: en el marco de las economías emergentes, el esquema de MI tiene impactos macroeconómicos favorables y su adopción no requiere satisfacer necesariamente ciertas precondiciones sino, sobre todo, un grado de compromiso alto para cumplir las obligaciones que este régimen implica.

ESTABILIDAD. El esquema de metas explícitas de inflación ayudó a mantener estables los precios.



³Vega, Marco y Diego Winkelried (2005), Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?, International Journal of Central Banking, vol. 1, No. 3.

⁴Roger, Scott y Mark Stone (2005), On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets, IMF Working Paper No. 05/163.

⁵Gonçalves, Carlos E. y João M. Salles (2006), Inflation Targeting in emerging economies: What do the Data Say?, por ser publicado en el Journal of Development Economics.