

Consideraciones sobre el esquema de objetivo inflación explícito (*inflation targeting*)

Por Hugo Perea y Consuelo Soto ^{1/}

El objetivo inflación explícito (*inflation targeting*) es un esquema por el cual las autoridades económicas se comprometen al logro de una inflación objetivo, por lo general dentro de un rango y plazos definidos.

Este esquema difiere de lo que se conoce como un manejo bajo reglas, en el cual lo que se anuncia es una variable intermedia, usualmente la cantidad de dinero, el tipo de cambio o la tasa de interés. Se entiende que el cumplimiento de dicha variable intermedia permitirá lograr el objetivo de inflación. En el esquema de reglas, la variable intermedia vincula el objetivo de la política monetaria con los instrumentos que maneja un banco central.

La crítica a un manejo bajo reglas es que limita la capacidad de respuesta del banco central ante un nuevo entorno. Por ejemplo, ante una posición fiscal expansiva, la regla inicialmente anunciada puede tornarse contraproducente, e incluso inflacionaria. Las crisis recurrentes en economías que han aplicado tipos de cambio fijos por un lado y el incumplimiento de los anuncios sobre tasas de crecimiento de la oferta monetaria, por otro, han puesto en duda la utilidad del anuncio de variables intermedias.

El esquema de objetivo inflación explícito también difiere de una política puramente discrecional, por la cual si bien el banco central tiene plena libertad de manejar la política monetaria de acuerdo a la situación económica, conlleva el peligro de que éste pueda ceder a la tentación de dar un impulso artificial a la economía.

El objetivo inflación explícito ha surgido como una opción al manejo monetario bajo reglas o con discrecionalidad. Bajo este esquema la regla es el objetivo de inflación, de manera que el logro de una tasa de inflación más baja se convierte en objetivo y meta a la vez (*inflation targeting*). Sin embargo al no anun-

ciar variables intermedias mantiene su capacidad discrecional para reaccionar ante entornos diferentes, aunque respetando la regla impuesta por su compromiso de reducir la inflación. Por ello B.S. Bernanke y F.S. Mishkin (1997) lo definen como un esquema de "discrecionalidad restringida". Estos aspectos se presentan en la primera parte.

La segunda parte del trabajo contiene aspectos teóricos relacionados con el establecimiento de un objetivo inflación explícito. Se realiza una revisión del sustento teórico de este esquema, con énfasis en aspectos como el problema de la inconsistencia dinámica, el papel de las expectativas y la credibilidad en la política monetaria, la independencia del banco central, y la definición de la estabilidad de precios como objetivo final y único de la política monetaria.

En la tercera parte se revisa los casos de Nueva Zelanda, Canadá y el Reino Unido bajo un objetivo inflación explícito con el propósito de observar los elementos de política que se han aplicado con el fin de reducir el sesgo inflacionario, tanto a nivel institucional cuanto por medio de la transparencia de la política monetaria. Asimismo, se presentan las circunstancias que llevaron a estos países a adoptar este esquema y los aspectos técnicos considerados para llevarlo a cabo. Finalmente se mencionan los logros que han obtenido respecto a la evolución de la inflación.

Las consideraciones finales contienen los beneficios y costos de la aplicación de este esquema de política monetaria.

I. El esquema de objetivo inflación explícito (*inflation targeting*)

Este esquema supone la definición precisa de un objetivo que sirva de referencia para evaluar las acciones del banco central, y al mismo tiempo implica cierta flexibilidad asociada a las desviaciones que se permite sobre el objetivo y a la discrecionalidad respecto de la forma y medios para alcanzarlo.

1/ Hugo Perea y Consuelo Soto trabajan en el Departamento de Análisis Macroeconómico del BCRP. Las opiniones vertidas en este artículo no necesariamente representan la opinión del BCRP.

En este sentido, este esquema de política monetaria combina componentes de regla (la inflación objetivo) y componentes de discrecionalidad (los ajustes requeridos en los instrumentos para alcanzar dicha inflación).

Este es un esquema para la formulación de la política monetaria en el que las decisiones de política se toman considerando la evolución esperada de la inflación respecto del nivel objetivo previamente anunciado. Las autoridades monetarias asumen públicamente el compromiso de lograr la inflación objetivo en un período determinado de tiempo. Para inducir credibilidad en el objetivo anunciado, se establecen mecanismos por los cuales se refuerza este compromiso. Para reforzar la disciplina y credibilidad de cualquier esquema, el objetivo debe caracterizarse por poseer cierto grado de precisión, y ser fácil de interpretar por parte del público.

Este esquema se caracteriza por:

- a. **El anuncio de un objetivo cuantitativo explícito de la inflación** y la definición del índice, el nivel objetivo, el intervalo de tolerancia, el período de tiempo, y situaciones bajo las cuales el objetivo de inflación debe modificarse.

Dicha definición es fundamental y tiene dos funciones principales:

- i. Proporcionar un ancla para la política monetaria y la inflación, y por lo tanto servir como un instrumento de coordinación para los agentes económicos involucrados en el proceso de formación de precios y salarios y en los mercados financieros.
- ii. Proporcionar una guía transparente de política monetaria, cuyo compromiso, disciplina y responsabilidad se juzgarían tomando en consideración el logro de su objetivo.

- b. **No es necesario definir un objetivo intermedio explícito** para los agregados monetarios o para el tipo de cambio. La política monetaria se apoya en indicadores para elegir la trayectoria temporal de los instrumentos

de tal forma que sean consistentes con el objetivo inflación. Cabe señalar sin embargo que es posible definir un objetivo intermedio consistente con la inflación objetivo, siempre y cuando se tenga claro que éste tiene prioridad en caso de que se manifieste algún conflicto.

Definición de la variable objetivo, el rango y plazos

Comparado con índices alternativos el **Índice de Precios al Consumidor (IPC)** cumple con los criterios de familiaridad, simplicidad técnica en su elaboración y disponibilidad oportuna, aunque presenta algunos problemas técnicos ^{2/}.

Debido a la dificultad para predecir la inflación no es factible utilizar un objetivo puntual y, por lo tanto, se requiere en su lugar definir un rango objetivo. La definición del rango objetivo conlleva un *trade-off* entre la probabilidad de éxito para alcanzar el objetivo (ubicar la inflación dentro de un determinado rango) y la utilidad del objetivo anunciado como instrumento de señalización para anclar las expectativas inflacionarias. Es decir, si bien un rango más amplio incrementa la probabilidad de éxito, al mismo tiempo su anuncio conlleva una menor utilidad como guía de las expectativas inflacionarias.

Contar con trabajos empíricos de predicción de la inflación pueden contribuir significativamente a la definición de la amplitud del rango pues permite determinar la misma como un porcentaje del valor del error estándar de predicción ^{3/}.

Junto con el anuncio de la tasa objetivo es importante señalar el plazo en el que se quiere lograr dicho objetivo. Nueva Zelanda y Canadá establecieron un plazo de dos años para reducir la inflación. Reino Unido, que ya tenía un nivel de inflación bajo al momento del anuncio (3,5 por ciento), se comprometió a mantenerla en dicho nivel y a reducirla en un plazo de cinco años.

2/ Algunos problemas técnicos del IPC son: (i) ponderaciones fijas por lo que no capta cambios en las preferencias de los consumidores, y (ii) dificultad para distinguir incrementos de precios por mejoras en la calidad de los bienes.

3/ Freedman (1994) menciona que, para el caso canadiense, diversos trabajos empíricos de inflación, mostraban un error estándar del 1,5-2,0 por ciento. Sin embargo, las autoridades decidieron fijar bandas de $\pm 1,0$ por ciento alrededor de la trayectoria objetivo para la inflación.

Definición de una inflación subyacente

El IPC incluye bienes cuyos precios registran un comportamiento errático y elevada variabilidad (alimentos, combustibles) así como bienes con características estacionales en la producción (papa, pescado, entre otros). Un índice de inflación subyacente excluye estos elementos, cuya variación en el corto plazo no indica un cambio en la tendencia de la inflación. Por ello, si bien se puede definir el objetivo en términos del IPC, tal como lo realizan Nueva Zelanda y Canadá, también puede utilizarse un indicador de **inflación subyacente**.

La inflación subyacente excluye del IPC cualquier variación temporal de precios que no generaría un cambio en la tendencia de la inflación. Este es un indicador que facilita un seguimiento de corto plazo de la inflación y permite distinguir entre *shocks* que dan lugar a cambios en precios específicos y *shocks* que originan cambios en el nivel general de precios y avivan el proceso inflacionario y que, por lo tanto, exigen una respuesta inmediata de la autoridad monetaria. Dentro de las perturbaciones temporales que algunos países "limpian" del IPC tenemos las variaciones de los impuestos indirectos, variaciones considerables en los precios internacionales del petróleo, o efectos de desastres naturales.

Los impuestos se excluyen porque su efecto sobre los precios es de una sola vez, al igual que los desastres naturales, y los términos de intercambio o los precios de la energía, porque sus variaciones están fuera del control de la autoridad monetaria. La tasa de interés se excluye al reflejar el efecto directo de la evolución de la política monetaria.

Variables indicadores líderes de inflación y proyecciones

En un esquema de objetivo inflación se requiere evaluar permanentemente el estado actual y futuro del

proceso inflacionario, de tal manera que el diseño e instrumentación de medidas para alcanzar el objetivo anunciado sea óptimo.

Los **indicadores líderes** de la inflación son indispensables cuando se utiliza un esquema de inflación objetivo explícito, en tanto tratan de anticipar el comportamiento de ésta. Entre los más utilizados se encuentran: crecimiento de los salarios, la evolución de la demanda agregada, los agregados monetarios, las tasas de interés y el tipo de cambio. El empleo de técnicas econométricas es útil para la definición de las variables que explican la evolución de la inflación de manera más precisa.

Difusión de información

El anuncio del objetivo inflación y los cambios institucionales que tuvieran lugar dentro de la nueva estrategia se complementan mediante la publicación de informes económicos que incrementen la transparencia de la política monetaria y contribuyan a guiar las expectativas de los agentes económicos.

Marco institucional de la política monetaria

El compromiso de alcanzar un nivel de inflación puede verse complementado por modificaciones en el marco institucional. Si bien la experiencia de los países analizados muestra que el establecimiento del nivel de inflación es coordinado entre el Ministerio de Economía y el Banco Central, en los casos de Nueva Zelanda y Canadá, el Banco Central maneja discrecionalmente sus instrumentos para alcanzar dicho objetivo.

Adicionalmente al factor de autonomía, el esquema de inflación objetivo explícito incorpora el elemento de **accountability** por el cual si bien el Banco Central cuenta con autonomía, es importante que éste rinda cuenta de sus acciones. En el caso de Nueva Zelanda por ejemplo, el Gobernador del Banco Central puede ser destituido por el Ministro de Finanzas en caso de que la gestión de la autoridad monetaria sea insatisfactoria en cuanto a la consecución de los objetivos planteados ^{4/}. Para los demás países, sin embargo, no se ha encontrado sanciones específicas.

4/ Las acciones del Banco de Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ) se monitorean mediante el Reporte Anual que se presenta al Ministro de Finanzas y que es discutido en el Congreso. Asimismo es posible que el Ministro de Finanzas ordene auditorías externas de acuerdo a su criterio. Cabe indicar que dichas auditorías se efectúan sobre las actividades totales del banco central y no sólo respecto a la política monetaria. El hecho de que existan estos mecanismos de control contribuyen a aumentar la credibilidad en la política monetaria en este país.

Coordinación con la política fiscal

La coordinación entre la política monetaria y fiscal es fundamental para alcanzar las metas de inflación pues, de esta manera, se tiene un control más adecuado sobre la demanda agregada. En el caso de Nueva Zelanda, por ejemplo, el “*Policy Target Agreement (PTA)*” es un contrato público entre el gobierno y el Banco Central por el cual se acuerdan metas específicas de política monetaria y fiscal mientras que en el Reino Unido se realizan reuniones periódicas entre el Tesoro y el Banco Central, que son de conocimiento público.

II. Aspectos teóricos

La introducción de un objetivo inflación explícito puede considerarse como parte de una estrategia orientada a mejorar la actuación de los bancos centrales. Dicha estrategia incluye:

- a. Una alternativa para contrarrestar la inconsistencia dinámica: el posible sesgo inflacionario de una política monetaria discrecional.
- b. Estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política monetaria.
- c. Adopción de un banco central independiente.

La inconsistencia dinámica: reglas frente a discrecionalidad

A partir del debate “reglas vs. discreción” surgió el tópico de la **inconsistencia dinámica**, concepto relacionado a la discrecionalidad en la adopción de políticas. La inconsistencia dinámica surge cuando existe un dilema entre la autoridad monetaria y los agentes económicos al momento en que adoptan decisiones, en tanto cada uno las adopta asumiendo cierto comportamiento por parte del otro, precisamente porque no existe una “regla de política”. Cuando ésta ocurre, la mejor política que se diseña hoy para un período futuro, no será la mejor cuando dicho período llegue. Una política es dinámicamente consistente si es totalmente creíble, y es dinámicamente inconsistente si no es creíble en lo absoluto.

A partir de este tema surgieron modelos teóricos dirigidos a contrarrestar dicha inconsistencia dinámica. Así, por un lado está el modelo “**reglas monetarias con retroalimentación**” con el cual se pretende dar cierta flexibilidad a las reglas y al mismo tiempo superar la inconsistencia dinámica; y por otro lado están los modelos orientados a mantener discrecionalidad plena pero adoptando ciertos mecanismos con el fin de contrarrestar la inconsistencia dinámica. Dentro de estos

últimos se encuentran la “**reputación anti-inflacionaria**”, el modelo del “**banquero central conservador**” y el modelo de “**contrato agente-principal**” en que se resalta la importancia del concepto de *accountability* que se refiere al control y penalización de las autoridades.

Una **regla** monetaria es una fórmula que el banco central aplica cada período, y que ha sido diseñada para prevalecer largo tiempo. Este puede ser el caso de una norma que limita el crecimiento de la oferta monetaria a un porcentaje fijo al año. Una política es **discrecional** cuando las medidas se adoptan período a período, sobre la base de algún proceso de optimización, y sin conexión entre ellas. Este es el caso de un régimen por el cual el banco central puede usar su discreción para fijar la oferta monetaria, las tasas de interés o el tipo de cambio.

Los partidarios de una regla sostienen que la discreción implica un comportamiento no sistemático, que el criterio del hombre es falible y sobre todo que puede verse afectado por consideraciones políticas. Por su parte, los partidarios de la discrecionalidad se encuentran a favor de que la autoridad monetaria pueda retroalimentar (*feedback*) su política monetaria y están a favor de que el banco central siga un comportamiento apolítico.

Dada la cada vez mayor disponibilidad de información económica, las relaciones entre variables macroeconómicas se han hecho muy sensibles a las expectativas. Los agentes económicos reaccionan con rapidez ante cualquier señal de relajamiento de las políticas monetarias y financieras, mediante una revisión al alza de las expectativas de inflación. En este sentido, gran parte de la eficacia de las políticas aplicadas depende del **grado de certeza que se transmita al público** sobre la disposición de las autoridades a perseguir con perseverancia los objetivos apropiados. La falta de congruencia en las decisiones de política económica a lo largo del tiempo es uno de los factores que pueden reducir la credibilidad y por lo tanto la eficacia de la política antinflacionaria.

El concepto de inconsistencia dinámica en el análisis de la inflación fue desarrollado inicialmente por Kydland y Prescott (1977). Los autores señalan que las autoridades económicas enfrentan la tentación de utilizar el *trade-off* en el corto plazo entre inflación y producto

y que esto es de conocimiento de los agentes económicos. Así, si el gobierno anuncia su compromiso de controlar la inflación, en un mundo racional, los agentes privados incorporarán dicha información en la evaluación de los anuncios del gobierno. Por ello, la política expansionista sería completamente anticipada por el público, con lo que lo único que se lograría sería incrementar la inflación sin ningún efecto sobre el producto. Este incremento de la inflación, derivado del uso del *trade-off* de corto plazo entre inflación y producto por parte del gobierno, es el "sesgo inflacionario" de la política monetaria. Barro y Gordon (1983) presentan una orientación similar y proponen un modelo en el cual las autoridades monetarias actúan como planificadores sociales benevolentes que conducen la política monetaria de modo de maximizar una función social de bienestar bien definida.

En los modelos que analizan el problema de la inconsistencia dinámica, desarrollados por Kydland y Prescott (1977) y por Barro y Gordon (1983) el equilibrio ocurre en el punto donde el costo marginal de generar, sorpresivamente, una mayor inflación, sea igual al beneficio marginal de reducir el nivel de desempleo. Lo ineficiente de este equilibrio es que la inflación resultante es mayor que la *natural rate* necesaria en el nivel de pleno empleo.

Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983) consideraron que su demostración del sesgo inflacionario inherente en una política monetaria discrecional era un elemento a favor de una política monetaria basada en una regla óptima, coincidiendo con las ideas que al respecto desarrolló Friedman (1959). Con una regla monetaria firme, el banco central no tendría la capacidad de crear sorpresivamente una inflación mayor, por lo que el problema de inconsistencia dinámica quedaría superado.

En pocas palabras, lo que impide que la inflación sea menor en un contexto de discrecionalidad es la falta de credibilidad del público en los anuncios de las autoridades económicas. En este sentido, cualquier

mecanismo institucional que persuada a los agentes privados de que el gobierno no va a generar "sorpresas inflacionarias" cuando la tasa de inflación es moderada, reducirá la tasa de inflación de equilibrio.

Sin embargo, el establecimiento de una regla rígida reduce el margen de manejo de la autoridad monetaria ante cambios inesperados en algunas variables económicas. En este sentido, Fischer (1994) afirma que una **regla monetaria óptima con retroalimentación (*feedback*)** es compatible con el objetivo de anular el problema de inconsistencia dinámica señalado en el trabajo de Barro y Gordon (1983), ya que permitiría superar el sesgo inflacionario asociado, al mismo tiempo que reduce la rigidez de una regla determinada. Así, Fischer señala que existe un *trade-off* entre los beneficios que se derivan al anular el sesgo inflacionario de una política monetaria discrecional y el costo de seguir una regla monetaria fija que en un momento dado puede dejar de ser apropiada.

La evidencia sugiere que las reglas monetarias pueden, eventualmente, llegar a ser inadecuadas. Por ejemplo, la inestabilidad de la demanda por dinero observada en varios países en los años ochenta demostró que el seguimiento de una regla monetaria rígida no siempre era adecuada para controlar la inflación. Debido a ello, los bancos centrales cambiaron las reglas monetarias fijas por esquemas más flexibles que considerasen reglas monetarias con una retroalimentación derivada de la observación de diversas variables indicadores. Así, Fischer (1994) concluye que actualmente no es posible tratar el problema de inconsistencia dinámica mediante la aplicación de reglas, siendo preferible que la autoridad monetaria disponga de algún grado de flexibilidad para tomar sus decisiones diarias de política ^{5/}.

En otra orientación, una solución al problema de inconsistencia dinámica se presenta en los modelos que consideran el desarrollo de una **reputación antiinflacionaria** por parte de la autoridad monetaria. En un plazo suficientemente largo, y considerando una baja tasa de descuento, la autoridad monetaria podría considerar óptimo desarrollar una reputación antiinflacionaria mediante el seguimiento de una política dinámicamente consistente de control de la inflación.

5/ McCallum (1994) propuso el empleo de una regla monetaria con retroalimentación que toma en cuenta los cambios en la velocidad de circulación. Explicitamente, esta regla consiste en fijar un crecimiento de 3 por ciento para la base monetaria, considerando ajustes por: (i) cambios en la velocidad de circulación de la base que hayan ocurrido en los últimos cuatro años, y (ii) desviaciones del PBI nominal de su trayectoria objetivo.

En esta misma línea se encuentra el modelo de Rogoff (1985) del **banquero central conservador**. Así, para mantener la flexibilidad de la política monetaria y simultáneamente enfrentar el problema de inconsistencia dinámica, Rogoff (1985) propone que se designe como responsable de la política monetaria a un banquero central "conservador", en el sentido de que sea más adverso a la inflación que el resto de la sociedad. La aversión de este agente a la inflación tiende a reducir la inflación promedio, pero mantiene la discrecionalidad para aplicar políticas contracíclicas. Este modelo contiene un resultado importante: existe un grado óptimo de aversión a la inflación por parte del banquero central, lo que implica que sería posible el caso de una excesiva aversión a la inflación.

Cabe mencionar que del modelo de Rogoff (1985) se desprende una definición de banco central independiente: éste tiene independencia para aplicar políticas de "corte activista", pero se espera que sea más adverso a la inflación que el resto de la sociedad^{6/}. A partir de esta definición se han desarrollado trabajos empíricos en los que se ha cuantificado el grado de independencia del banco central, comparando la ponderación que éste concede a la inflación, relativa a la que le concede al producto en su función objetivo.

Finalmente, en el tema de los medios para contrarrestar la inconsistencia dinámica se encuentran el **modelo de contrato agente-principal** y el concepto de *accountability*. Este modelo es una aplicación de la teoría de juegos al análisis monetario. En este modelo, la sociedad (el principal), que tiene objetivos bien definidos, establece un contrato con el banco central (el agente) mediante el cual lo motiva a actuar en función a sus intereses.

Walsh (1993) y Persson y Tabellini (1993) demuestran que se puede alcanzar un equilibrio de primer mejor mediante un contrato entre el gobierno y el banquero central, en el que la remuneración de este último disminuye proporcionalmente con la inflación^{7/} en tanto el contrato anula el sesgo inflacionario de una política monetaria discrecional. Así, la sociedad puede obtener un equilibrio de primer mejor si delega la responsabilidad de la política monetaria en un banquero cen-

tral con una función de pérdida igual a la función de pérdida de la sociedad y penalizando a este banquero de manera proporcional a la inflación.

Estos trabajos asumen que el contrato se cumplirá de todas maneras en los términos acordados. Sin embargo, el banco central enfrenta la tentación de iniciar un comportamiento dinámico inconsistente, cambiando ex-post el acuerdo inicial. En este sentido, Fischer (1994) señala que estos modelos asumen implícitamente que deberá ser sumamente costoso cambiar el contrato.

Otros puntos a definir son: ante quién debe dar cuenta de sus acciones el banco central, es decir, quién debe juzgar si los objetivos son alcanzados efectivamente y tomar las acciones correspondientes si no fuera así y quién en el banco central es el responsable del cumplimiento del contrato. En el primer caso, la respuesta implícita en los modelos de contrato agente-principal es aquél que representa al "principal", quien celebró el contrato con el banco central. En el segundo caso, se podría considerar al presidente del banco central. Alternativamente, Fischer (1994) considera la posibilidad de penalizar al directorio en pleno si los objetivos no son alcanzados.

El concepto de *accountability* puede analizarse dentro del esquema de los modelos de contrato agente-principal. La noción de *accountability* se refiere a los mecanismos de control y penalización a los cuales el banco central se enfrenta y hace referencia a las consecuencias adversas que enfrentaría el banco central si no alcanza los objetivos establecidos. Formalmente, en los modelos teóricos la penalización es de tipo monetario (reducción del ingreso del banquero central). Sin embargo, el descrédito público también puede considerarse una forma adecuada de penalización. En este sentido, Persson y Tabellini (1993) señalan que el anuncio de objetivos explícitos de crecimiento monetario o de inflación, es útil para evaluar las acciones del banco central de manera objetiva y directa, permitiendo el establecimiento de mecanismos de control y

6/ Esta definición haría referencia a bancos centrales con considerables poderes que simultáneamente tienen como objetivo final la estabilidad de precios.

7/ El caso de Nueva Zelanda sería una aplicación de este modelo. Allí el salario del Gobernador del banco central se mantiene fijo en términos nominales durante todo el período que dura su mandato. Cabe mencionar que un contrato de este tipo no sería sostenible ante una deflación sistemática, ya que el público percibiría que el banco central intenta beneficiarse de los costos recesivos inducidos sobre el resto de la sociedad.

penalización^{8/}. En general, es de esperar que un banco central que no está sujeto a un régimen de control y penalización tenga mayores probabilidades de adoptar un comportamiento dinámicamente inconsistente^{9/}.

En la práctica, diversos países han elaborado mecanismos para enfrentar el problema de la inconsistencia dinámica y el sesgo inflacionario asociado. Un mecanismo sería la creación de bancos centrales independientes. Svensson (1995) sostiene que el establecimiento de un objetivo inflación explícito (*inflation target*), puede considerarse como un mecanismo para enfrentar el problema de inconsistencia dinámica y el sesgo inflacionario inherente a los regímenes discrecionales.

Sin embargo, Green (1996) cuestiona que un objetivo inflación explícito por sí solo pueda reducir la inflación en el sentido que Svensson sugiere. Desde un punto de vista teórico, Green sostiene que un objetivo inflación explícito no anula la causa subyacente del sesgo inflacionario: el deseo de las autoridades de que el producto se ubique más allá del pleno empleo mediante un incremento de la inflación que debería ser inesperado por los agentes. En este sentido, Green sugiere que la pérdida de credibilidad puede enfrentarse si la autoridad económica establece como su objetivo único el nivel de precios y/o si la autoridad económica anuncia objetivos de inflación y producto consistentes entre sí.

Bajo esta última opción, al establecer estos objetivos conjuntamente, la causa subyacente del sesgo inflacionario desaparece debido a que se elimina el incentivo que tiene la autoridad monetaria para incrementar sorpresivamente la inflación. Green (1996) menciona que este resultado puede obtenerse mediante medidas que incrementen la transparencia de las acciones de política monetaria. En este sentido, sostiene, diversos países que siguen un objetivo de inflación explícito, implícitamente han adoptado un objetivo

conjunto de inflación y producto, debido a que sus correspondientes bancos centrales, buscando incrementar la transparencia de la política monetaria, publican sus proyecciones de inflación en términos de las brechas existentes entre producto potencial y efectivo. Así, contrariamente a los esquemas convencionales, un objetivo dual para la política monetaria podría aumentar las probabilidades de obtener una inflación reducida.

Estabilidad de precios como objetivo final de la política monetaria

El debate "reglas vs. discreción" llevó a una posición de relativo consenso acerca de la definición de un objetivo único de la política monetaria: la estabilidad de precios. Desde la perspectiva de la política económica general, la contribución adecuada de la política monetaria al crecimiento económico sostenido, es la generación de un marco de estabilidad en el que la inflación (esperada y efectiva) puede omitirse como argumento del proceso de toma de decisiones de los agentes económicos.

El énfasis en la estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política monetaria se sustenta en las siguientes consideraciones:

- a. A nivel teórico y empírico existe evidencia que sustenta que en largo plazo la política monetaria sólo afecta (de manera sistemática) los niveles de las variables nominales (como los precios), en tanto que el nivel de las variables reales no puede ser controlado sistemáticamente por ésta. En el corto plazo, la política monetaria afecta el nivel de precios y el producto, aunque con efectos y rezagos variables.
- b. La estabilidad de precios proporciona un entorno apropiado para la eficiente asignación de recursos y minimiza distribuciones arbitrarias de la riqueza y del ingreso. Asimismo, algunos autores han encontrado evidencia que muestra la existencia de efectos adversos provocados por elevadas tasas de inflación sobre la tasa de crecimiento de largo plazo del producto.

8/ Para bancos centrales con objetivos finales difusos y más generales (no explícitos) también pueden establecerse mecanismos por los cuales la autoridad monetaria queda sujeta a un régimen de *accountability*. En este sentido se pueden considerar: la elaboración de informes públicos por parte del banco central sobre la evolución reciente y la esperada de la inflación; y/o presentaciones públicas obligatorias de la autoridad monetaria (por ejemplo, ante el Congreso).

9/ En general, es de esperar que cualquier institución no sujeta a mecanismos de control y penalización presente un desempeño inferior con relación a otra que sí está sujeta a estos mecanismos.

- c. El uso de la política monetaria para reducir en el corto plazo el desempleo podría generar un sesgo inflacionario en ésta, provocando una inflación mayor que la socialmente óptima, con efectos adversos generales y sin que se logre una reducción permanente en el nivel de desempleo. Bajo condiciones ideales la política monetaria podría lograr y mantener la estabilidad de precios, por lo que resulta adecuado fijarla como la meta principal de la política monetaria. La estabilización del desempleo podría considerarse como un objetivo secundario de ésta.

Independencia del banco central

Los modelos desarrollados por Rogoff (1985), Walsh (1993) y Persson y Tabellini (1993) resaltan la necesidad de contar con un banco central independiente como un elemento que contribuye a:

- a. contrarrestar el sesgo inflacionario asociado a políticas discrecionales de parte de las autoridades económicas (problema de inconsistencia dinámica), y
- b. asegurar que las presiones políticas de corto plazo no obstaculicen el logro del objetivo de la política monetaria, que generalmente se da sobre un horizonte temporal más amplio.

Obviamente el grado de independencia del banco central juega un papel sumamente importante si éste y las autoridades políticas tienen diferentes énfasis entre objetivos alternativos. Con relación al concepto de independencia del banco central cabe hacer la siguiente distinción: **independencia de los objetivos e independencia de los instrumentos**. Un banco central tiene independencia de los objetivos si éstos no están definidos de manera precisa y tiene independencia de los instrumentos cuando tiene discrecionalidad absoluta para diseñar una política monetaria que le permita alcanzar sus objetivos ^{10/}.

El hecho de que las autoridades políticas estén de acuerdo en legalizar la independencia del banco central implica en parte un compromiso, en el sentido que dicha independencia representa para ellos una restricción o una reducción del conjunto de circunstancias bajo las cuales el objetivo de estabilidad de precios podría ser sacrificado para facilitar otros objetivos. A mayor independencia, mayor compromiso.

Sin embargo, aún existen dudas con relación a la causalidad: mientras que la teoría sugiere una causalidad que va de la independencia del banco central a una menor inflación, los hechos podrían estar reflejando la presencia de otros factores que afectan tanto a la inflación como al crecimiento del producto (y a sus respectivas variabilidades), como por ejemplo el grado de estabilidad social y política.

Al respecto Fischer (1994) sostiene que aún si el sentido de la causalidad entre inflación e independencia del banco central no fuera claro, la presencia de un banco central independiente contribuye a reducir la inflación debido a que fuerza al público a opinar y a mantenerse informado sobre temas relacionados con la inflación. Este autor concluye que:

- a. La evidencia apoya contundentemente la afirmación de que el desempeño económico es superior en aquellos países con bancos centrales más independientes.
- b. La relación entre inflación e independencia del banco central se asocia principalmente a la libertad de la que dispone la autoridad monetaria para manejar sus instrumentos (independencia de los instrumentos) y a la definición concreta de un objetivo de estabilidad de precios (ausencia de independencia del objetivo).
- c. La causalidad, al menos en los países industrializados, va desde la independencia legal hacia la reducción de la inflación.

III. Las experiencias de países

Nueva Zelanda fue el primer país en establecer un esquema de objetivo inflación explícito. El anuncio se realizó en marzo de 1990, en el contexto de una serie de reformas estructurales adoptadas desde 1984. Al momento del cambio de política la inflación se encontraba en alrededor de 7 por ciento anual, lo que había sido en parte consecuencia del incremento del déficit público en el período previo a las elecciones que se registraron en octubre de 1990.

10/ Un banco central que opera bajo una regla monetaria no tiene independencia de los instrumentos, tampoco un banco central que es obligado a financiar el déficit del sector público.

Canadá anunció el inicio de la política del objetivo inflación el año siguiente, en febrero de 1991. Aún cuando, al igual que en Nueva Zelanda, no hubo episodios de crisis antes de la adopción del objetivo inflación, la inflación se había venido acelerando desde 1988 alcanzando niveles alarmantes en 1990. En enero de 1991 la inflación total fue de 7 por ciento anual, a pesar de la recesión que enfrentaba la economía ^{11/}.

En el caso del **Reino Unido** la adopción del objetivo inflación surgió a raíz de una seria crisis que originó el retiro de la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo (SME) donde se había mantenido durante dos años. La crisis originó en un primer momento una devaluación de la libra esterlina de aproximadamente 12 por ciento que fue resultado de la percepción por parte del mercado internacional de divisas de las dificultades que enfrentaba la economía al no disponer de la política monetaria para manejar la situación recesiva -aunque moderada- que enfrentaba ^{12/}. El Reino Unido anunció la adopción del objetivo inflación en setiembre de 1992.

La inflación: la variable, sus rangos y plazos

El nivel objetivo que se definió en estos países fue función de la percepción de la situación de la economía en ese momento, del grado de desequilibrios existentes y de la velocidad con la cual éstos podían corregirse.

En los casos de **Nueva Zelanda y Canadá** el objetivo se estableció en términos del Índice de Precios al Consumidor en tanto que en el **Reino Unido** se anunció en términos de la inflación subyacente ^{13/}. En todos los casos se definió una inflación subyacente, con el fin de delimitar las situaciones en las cuales se permitiría desvíos temporales del objetivo señalado, tales como la variación en los términos de intercambio o de los impuestos indirectos, todos efectos coyun-

turales, de una sólo vez, sobre el índice de precios, por lo cual no representarían presiones inflacionarias que debieran ser compensadas mediante la política monetaria.

El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ), por ejemplo, elabora el índice de inflación subyacente excluyendo del Índice General de Precios los efectos de las siguientes variables: impuestos indirectos, tasas de los gobiernos locales, términos de intercambio, tasa de interés y desastres naturales o reducción masiva de ganado por enfermedad o plaga. El Banco de Canadá excluye los rubros de alimentos, energía e impuestos indirectos en tanto que en el Reino Unido se excluye los intereses hipotecarios y, adicionalmente, los impuestos indirectos y las tasas de autoridades locales.

El rango o la amplitud de la banda de variación permitida para la inflación es de dos puntos porcentuales en los casos de **Nueva Zelanda y Canadá** y de tres puntos porcentuales en el caso del **Reino Unido**. Tanto **Nueva Zelanda** como **Canadá** establecieron objetivos de inflación intermedios, en tanto que el **Reino Unido** únicamente se comprometió a mantener la inflación subyacente en el nivel ya alcanzado y se comprometió a reducirla en un plazo de alrededor de cinco años.

El primer *Policy Target Agreement* (PTA) en **Nueva Zelanda** (marzo de 1990) estableció como objetivo el obtener una inflación **total** entre cero y dos por ciento anual a diciembre de 1992. Asimismo, dispuso un objetivo de inflación intermedio en el cual el gobierno se comprometía a obtener una inflación de 3 a 5 por ciento a diciembre de 1990 ^{14/}.

En el caso de **Canadá** el objetivo inflación se anunció (febrero de 1991) para dos años en adelante y también para una inflación total y con una amplitud de banda de dos puntos porcentuales. En este caso el objetivo se definió en etapas. Así, se anunció el compromiso del Banco de Canadá de obtener un objetivo de inflación total de 2 a 4 por ciento hacia fines de 1992, de 1,5 a 3,5 por ciento a fines de 1994 y de 1 a 3 por ciento a fines de 1995. El compromiso de inflación de 1 a 3 por ciento se ha ampliado hasta fines de 1997.

11/ En el primer trimestre de 1991 se observó una caída del PBI real de 3,5 por ciento.

12/ El PBI había caído en más de 3,5 por ciento entre 1990 y 1992, mientras que la tasa de interés activa había alcanzado 15 por ciento a fines de 1989 manteniéndose en este nivel hasta comienzos de 1991.

13/ Cabe indicar que en 1994 el BRNZ anunció que cambiaba la presentación de su objetivo de "inflación total" a "inflación subyacente".

14/ En diciembre de 1990 y ante los acontecimientos del Golfo Pérsico, se firmó un nuevo PTA en el cual se postergó la fecha para obtener el objetivo inflación hasta diciembre de 1993. Asimismo, se dispuso nuevos objetivos de inflación intermedios: de 2,5 a 4,5 por ciento a fines de 1991 y de 1,5 a 3,5 por ciento a fines de 1992.

Por su parte, el **Reino Unido** definió su objetivo inflación directamente en términos de la inflación subyacente y estableció una mayor amplitud de la banda que en Nueva Zelanda y Canadá. Como se ha visto el Reino Unido anunció su nueva estrategia de política monetaria cuando la inflación total se encontraba en 3,5 por ciento y la inflación subyacente, en 4 por ciento. En este sentido, el compromiso del Banco de Inglaterra fue mantener la inflación subyacente en un rango de 1 a 4 por ciento. Asimismo, se adquirió el compromiso de alcanzar la mitad más baja de dicho rango (1-2,5 por ciento) al finalizar el actual Parlamento (segundo trimestre de 1997).

El marco institucional y la coordinación de políticas

En 1989 se promulgó el **Acta del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ)** y en marzo de 1990 se firmó el primer Acuerdo de Objetivos de Política, *Policy Target Agreements* (PTA), entre el gobierno y el BRNZ. El Acta del BRNZ dispuso los lineamientos del nuevo esquema de política monetaria, estableciéndose como objetivo último de la política monetaria la estabilidad de precios, otorgando al mismo tiempo autonomía absoluta al BRNZ para conseguir dicho objetivo. Dicha autonomía sin embargo no lo redimía de estar obligado a dar cuenta de sus acciones. Cabe señalar que el Acta anterior consideraba objetivos múltiples para la política monetaria tales como el crecimiento y el pleno empleo.

El PTA por su parte, es un contrato público entre el gobierno y el Banco Central por el cual se acuerdan las metas específicas de política consistentes con el objetivo inflación. El primer PTA estableció formalmente el objetivo inflación así como los motivos por los cuales el rango objetivo podría modificarse. Así, si bien el Banco Central tiene plena autonomía respecto a los mecanismos operativos y los instrumentos de política monetaria, el objetivo inflación explícito es determinado por la coordinación entre el Ministerio de Economía y el BRNZ.

Cabe mencionar asimismo ciertas características institucionales de Nueva Zelanda. La responsabilidad de la política monetaria corresponde directamente al presidente del Banco Central. La rendición de cuentas se refiere tanto al logro de los objetivos señalados en el PTA cuanto al uso de los recursos disponibles. De acuerdo al Acta del BRNZ el Presidente del Banco puede ser destituido por el Ministro de Finanzas en caso de que la gestión de la autoridad monetaria sea insatisfactoria en cuanto a la consecución de los objetivos de inflación.

Canadá por su parte no efectuó reformas en el marco legal de la política monetaria. Así, el Acta del Banco de Canadá establece objetivos múltiples para la política monetaria que incluye aminorar las fluctuaciones del producto, comercio, precios y desempleo. A pesar de ello, el Banco de Canadá considera como el objetivo final de la política monetaria la estabilidad del valor real de la moneda mediante la estabilidad de precios.

Al igual que en Nueva Zelanda la responsabilidad última de la política monetaria corresponde al presidente del Banco de Canadá aunque formalmente las decisiones de política monetaria corresponden al Concejo del mismo. El Banco de Canadá es autónomo en la adopción de decisiones respecto a la política monetaria, sin embargo, el Ministerio de Finanzas se encuentra en capacidad de modificar la orientación de la política monetaria si lo considera conveniente, lo cual nunca ha sucedido.

En el **Reino Unido**, al igual que en Canadá, el cambio de estrategia no implicó un cambio a nivel institucional. El grado de autonomía del Banco de Inglaterra es bastante menor al de Nueva Zelanda y Canadá e incluso al de otras grandes economías, como Alemania, Estados Unidos de América o Suiza, respecto a las decisiones de política monetaria. El actual Estatuto del Banco de Inglaterra señala que la política monetaria y la política cambiaria son responsabilidad del Ministerio de Finanzas, e incluso en ocasiones éste ha dispuesto no seguir las recomendaciones del presidente del Banco Central respecto a la política monetaria.

La transparencia de la información

El anuncio del objetivo inflación y los cambios institucionales se complementan mediante la publicación de informes económicos que incrementen la transparencia de la política monetaria y contribuyan a guiar las expectativas de los agentes económicos. Entre Nueva Zelanda, Canadá y Reino Unido, este último país es el que informa con mayor frecuencia y detalle.

Así, en el **Reino Unido** desde fines de 1992 el Tesoro publica el **Reporte Monetario Mensual** que presenta un análisis detallado de indicadores reales y financieros. Asimismo, el Banco de Inglaterra publica cada trimestre el **Reporte de Inflación** que contiene consideraciones respecto a la inflación esperada, presentando una proyección central para la inflación y una evaluación

del error de predicción. Esta proyección trimestral provee la base para posteriores actualizaciones de las estimaciones mensuales de acuerdo a los resultados de las reuniones mensuales. El Banco sin embargo no publica las proyecciones macroeconómicas que subyacen a sus proyecciones de inflación.

Ambos documentos sirven de base para la reunión mensual entre el Ministro de Finanzas y el Gobernador del Banco de Inglaterra. Las Minutas de las reuniones de política se publican seis semanas después de la reunión. Las Minutas describen las discusiones entre dichas autoridades, la presentación del Gobernador incluyendo su recomendación de política, las consideraciones de política, las consideraciones del Ministro y la decisión final del mismo.

Por su parte, en Nueva Zelanda el gobierno publica el **Acuerdo de Objetivos de Política, el Reporte Anual** presentado en el Congreso y el **Informe de Política Monetaria** que es del de mayor frecuencia y se publica semestralmente -por lo menos- en el cual el BRNZ efectúa una evaluación de la tendencia actual y esperada de la inflación, así como un anuncio de las posibles acciones de política.

Canadá únicamente publica extractos de las **Minutas** de las reuniones del Concejo del Banco de Canadá (ocho al año) y el **Informe Anual** del Gobernador.

Manejo monetario y la utilización de indicadores

La operatividad del objetivo inflación explícito requiere de un énfasis particular en indicadores. Los indicadores son necesarios para la evaluación de la situación que prevalece en el área monetaria y sus efectos futuros en términos del objetivo inflación. En este sentido, esta política depende mucho de la evaluación del poder predictivo de ciertas variables respecto de la inflación. En ningún caso se sigue una única variable. Más bien se trata de efectuar el seguimiento a un conjunto de indicadores o variables intermedias que guíen la política monetaria.

En todos los casos el Banco Central orienta su política monetaria basándose en el hecho de que existen rezagos significativos en el impacto de la misma sobre la inflación. En los casos de Nueva Zelanda y Canadá

se ha evaluado que éstos van entre dos y ocho trimestres. Por ello las predicciones de inflación son importantes e incluyen rangos que van entre dos y tres años en adelante.

Asimismo, el seguimiento de la evolución del tipo de cambio tiene gran importancia en Nueva Zelanda y Canadá no sólo debido a que fuertes variaciones en el tipo de cambio pueden afectar la capacidad del Banco para obtener sus objetivos inflación, sino porque se puede seguir fácil y constantemente su evolución, tiene influencia sobre la tasa de inflación y el Banco Central puede afectarlo rápidamente en el corto plazo. Así, en Nueva Zelanda existe una "zona cómoda" para un índice de tipo de cambio, zona en la cual la evolución del tipo de cambio es consistente con el logro del objetivo inflación, aunque el BRNZ señala que la orientación de la política monetaria en Nueva Zelanda se basa principalmente en sus predicciones de inflación. Del mismo modo, en el caso de Canadá, se calcula un **Índice de Condiciones Monetarias** donde se encuentra incluido el tipo de cambio y la tasa de interés.

En Nueva Zelanda se considera que dado el nivel de apertura de su economía, el tipo de cambio tiene una influencia fuerte y rápida en la inflación, en tanto que las tasas de interés tienen efecto con mayor rezago. En particular para asegurarse que las condiciones monetarias sean consistentes con el logro del objetivo inflación, el BRNZ sigue con atención la evolución de dos variables: la tasa de interés de valores a noventa días y el **Índice del Tipo de Cambio Efectivo Nominal ponderado por el comercio** (*Trade-weighted nominal effective exchange rate Index TWI*). Adicionalmente, se efectúa el seguimiento de indicadores adicionales entre los que se encuentran los precios de los activos, precios mundiales de exportaciones e importaciones, productividad, salarios, e información sobre expectativas de inflación proveniente de encuestas.

Asimismo, el BRNZ define y anuncia una "zona cómoda" para el índice de tipo de cambio, que se calcula como los valores límites dentro de los cuales el TWI puede moverse sin que la inflación se desvíe de su rango objetivo. Con el conocimiento de este índice, el BRNZ espera generar un "mecanismo automático" de ajuste de las condiciones monetarias. Si el mercado financiero percibe que el TWI se está acercando a uno de los límites, éste debería responder automáticamente generando un movimiento en la tasa de interés que compense dicha evolución del tipo de cambio (anticipando la modificación en la política monetaria que adoptaría el BRNZ).

En Canadá el **Índice de Condiciones Monetarias (ICM)** es un índice que cuantifica la situación de la política monetaria a través de las variaciones en la tasa de interés de corto plazo y

en el tipo de cambio. Por ejemplo, un aumento en el ICM indica condiciones monetarias más estrictas (aumento de la tasa de interés y/o apreciación del dólar canadiense).

El Banco de Canadá enfatiza sin embargo que el ICM debe considerarse sólo como un elemento de ayuda para guiar sus acciones de política y que por lo tanto no debe interpretarse como una regla que indica el grado necesario de ajuste de la política monetaria, ni tampoco como una ancla nominal de la economía. Así, por ejemplo, el ICM podría cambiar ante un *shock* sobre los términos de intercambio o por un cambio en las expectativas de los agentes económicos. En el primer caso, no se requiere de medidas correctivas por parte de la política monetaria, en tanto que en el segundo el Banco de Canadá está en la obligación de intervenir.

Adicionalmente, el Banco de Canadá emplea diversos indicadores para determinar si la situación actual de la política monetaria es consistente con la tasa de inflación objetivo. Entre las variables que el Banco de Canadá considera que tienen impacto directo sobre la inflación se encuentran la brecha actual y la proyectada entre el producto potencial y el observado, los impuestos indirectos, y las expectativas de inflación. Por otro lado, entre las variables que afectarían en menor grado a la inflación se encontrarían los salarios (principalmente los acuerdos colectivos), y diversos agregados financieros.

El Reino Unido por su parte no cuenta con indicadores de la naturaleza de los utilizados por Nueva Zelanda y Canadá que al mismo tiempo que orientan la política monetaria son de conocimiento de los agentes económicos por lo que se espera que guíen también las expectativas inflacionarias. Ello sin embargo se compensa con publicaciones más frecuentes sobre las proyecciones de inflación que en Nueva Zelanda y Canadá.

El Banco de Inglaterra guía su política monetaria de acuerdo con la evaluación de una serie de variables que pueden dar señales tempranas de peligro potencial de presiones inflacionarias. Entre ellas se encuentran la variación de la tasa de interés hipotecaria, la variación de precios de inmuebles, evolución de las ventas al por menor, seguimiento de agregados monetarios (M0 y M4), variación del tipo de cambio y varios indicadores del mercado de bonos (evolución de los rendimientos y diferencia-

les entre rendimientos a diferentes periodos de maduración).

Evolución de la inflación y las expectativas de inflación

En términos generales se ha observado logros favorables respecto a la evolución de la inflación en estos tres países. En todos los casos la inflación ha mostrado una tendencia decreciente aunque se han observado periodos en que la inflación se ha incrementado temporalmente. Por otro lado, aunque desde la adopción del objetivo inflación se han observado tasas de

EL INDICE DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)

El ICM intenta cuantificar el estado de las condiciones monetarias respecto a un periodo base. Es un promedio ponderado de las variaciones respecto a un periodo base de: la tasa de interés de los papeles comerciales a 90 días (variación en puntos porcentuales) y el tipo de cambio (variación porcentual).

El Banco de Canadá calcula el ICM con base en ponderaciones que miden el efecto del tipo de cambio y la tasa de interés sobre la demanda agregada. En cuanto al valor de las ponderaciones, se ha estimado los efectos de la tasa de interés real y del tipo de cambio real sobre la demanda agregada, considerando un horizonte temporal de seis a ocho trimestres. Los resultados muestran que en promedio, el efecto de la variación en un punto porcentual de la tasa de interés real es equivalente al efecto de una variación de tres por ciento en el tipo de cambio real. Así, el ICM en términos reales se define como:

$$ICM_1 = [i_1 - i_0] + 1/3 [(e_1/e_0) - 1] * 100$$

donde "i" es la tasa de interés real y "e" es el tipo de cambio real. El tipo de cambio se define como unidades de moneda extranjera por dólar canadiense. Un alza del ICM representa condiciones monetarias más estrictas (aumento de la tasa de interés y apreciación del dólar canadiense) y una reducción del ICM, condiciones más laxas.

Si bien el Banco de Canadá calcula tanto el ICM en términos reales como en términos nominales -calculado sólo reemplazando las variables reales por nominales- utiliza con mayor frecuencia el ICM en términos nominales como un indicador de corto plazo. Ello porque el ICM en términos reales presenta dos dificultades para su elaboración oportuna en el corto plazo. La primera es que la elaboración del índice del tipo de cambio real requiere de información respecto a la evolución de los precios de los principales socios comerciales, lo que en la práctica se obtiene con un significativo rezago. La segunda dificultad se refiere a que el cálculo de la tasa de interés real requiere contar con un estimado de la inflación esperada, variable que no cuenta con exactitud.

crecimiento elevadas en algunos períodos, en la actualidad las tasas de crecimiento son bastante moderadas en los tres países -menores al 2 por ciento anual-. En este sentido, en todos los casos es difícil establecer el efecto del objetivo inflación en tanto es necesario tener en cuenta otros factores que pueden afectar la inflación como la evolución del crecimiento de la economía y el resultado de las cuentas fiscales.

Los logros en el control de la inflación en **Nueva Zelanda** en general pueden considerarse satisfactorios. La inflación total en marzo de 1990 -cuando se inició el objetivo inflación- había sido de 7 por ciento anual, reduciéndose progresivamente hasta alcanzar a 1 por ciento en diciembre de 1991 (dos años antes de lo que establecía el objetivo inflación), manteniéndose alrededor de este nivel hasta setiembre de 1994. En la segunda mitad de 1994 la inflación total se incrementó, alcanzando a más de 4 por ciento a mediados de 1995. Sin embargo, en lo subsiguiente la inflación se ha mantenido alrededor de 2 por ciento aunque subiendo ligeramente en el tercer trimestre de 1996.

Con respecto a las expectativas de inflación, el BRNZ realiza una serie de encuestas a las empresas, hogares y participantes en el sistema financiero. Dichas encuestas mostraron que las expectativas inflacionarias respondieron favorablemente luego del anuncio del objetivo inflación para luego estabilizarse. Al mes de octubre de 1996, dichas encuestas muestran que las expectativas de inflación de corto plazo podrían haberse incrementado.

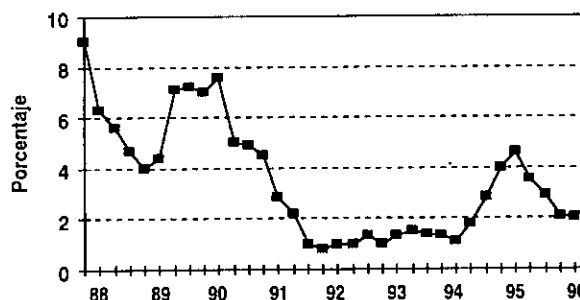
De otro lado, la tasa de interés de largo plazo si bien se redujo hasta 1993, posteriormente ha mostrado un comportamiento variable, en tanto que tomando en consideración el diferencial internacional de las tasas de interés de largo plazo como indicador de las expectativas de inflación de largo plazo de los mercados financieros, se observa que si bien el diferencial entre las tasas de interés de largo plazo entre Nueva Zelanda y Estados Unidos de América se redujo claramente a mediados de 1991, posteriormente dicho diferencial se mantuvo, observándose un ligero aumento desde 1995.

Cabe indicar asimismo que la evolución de la inflación también se relaciona con el mantenimiento de moderadas tasas de crecimiento de la economía -el incremento del producto anualizado en el primer trimestre de 1996 se estima en 2,1 por ciento-. Sólo entre el tercer trimestre de 1993 y el segundo trimestre de 1994 se observaron tasas de crecimiento mayores al 5 por ciento anual -10,4 y 6,8 por ciento en el tercer y cuarto trimestres de 1993 y 5,9 y 6,0 por ciento en el primer y segundo trimestres de 1994- que estuvieron acompañadas de presiones inflacionarias por el lado de los salarios y de los márgenes de comercialización. En este sentido resulta difícil aislar el efecto sobre la evolución de la inflación y las expectativas de inflación a largo plazo del *inflation targeting*.

Debido a las presiones de demanda observadas, la política monetaria se contrajo desde inicios de 1994 y las cuentas fiscales se han mantenido bastante disciplinadas (en 1993/94 y 1994/95 se obtuvo superávit de 0,2 y 3 por ciento del PBI respectivamente). Concordante con ello las tasas de crecimiento de la economía son moderadas. Se esperaría por ello que la inflación continúe su evolución favorable.

Por su parte, en el caso de **Canadá** el control de la inflación desde la aplicación del objetivo inflación puede considerarse satisfactorio. Luego de su anuncio, ésta se redujo de 6 por ciento anual en 1991 a 2 por ciento anual en 1992 donde prácticamente se mantuvo hasta reducirse a cero en 1994. Aunque en el primer trimestre de 1995 la inflación anual observó un aumento a más de 2 por ciento -que sin embargo se encontraba dentro del rango establecido para el período- ésta se redujo en los meses siguientes a menos de 1 por ciento -en el tercer trimestre de 1996 la inflación fue de 1,34 por ciento anual. Cabe señalar que el aumento temporal de la inflación en el primer trimestre de 1995 fue reflejo de fuertes presiones devaluatorias que enfrentó

Gráfico 1
NUEVA ZELANDA: INFLACION 1/



1/ Variación en los cuatro últimos trimestres.

el dólar canadiense debido principalmente a las expectativas negativas de los inversionistas dada la crisis mexicana y las aún débiles cuentas fiscales en Canadá.

Cuando se anunció el objetivo inflación, la política monetaria favoreció una reducción continua de las tasas de interés dado que el país se encontraba en una etapa recesiva seria -durante el primer trimestre de 1991 el producto se redujo en 3,5 por ciento en términos reales-. Dicha orientación de la política monetaria debió revertirse hacia inicios de 1994 debido al incremento de las tasas de interés en Estados Unidos de América. El producto se recuperó recién en 1993 alcanzando un crecimiento de 2,2 por ciento que se elevó posteriormente, observándose tasas de crecimiento anualizadas mayores al 4 por ciento entre el tercer trimestre de 1994 y el primer trimestre de 1995. Sin embargo en los meses sucesivos se registró una moderación de las tasas de crecimiento.

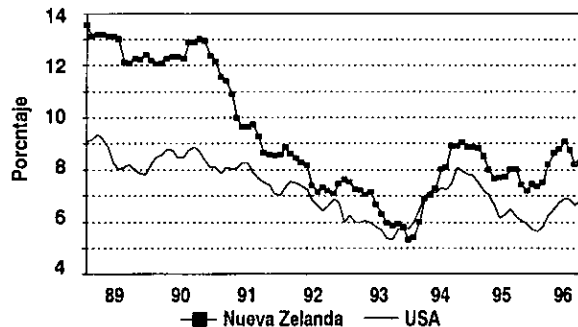
La evolución futura de la inflación depende de la continuidad en la aplicación de políticas disciplinadas. Se observa una contracción de la política monetaria, la economía muestra un moderado crecimiento y la tasa de interés de largo plazo practicamente se ha mantenido entre 1995 y 1996. Sin embargo, la brecha entre las tasas de interés de largo plazo entre Canadá y Estados Unidos prácticamente se ha mantenido -aunque en el mes de octubre de 1996 se ha observado una reducción de la misma- lo que se explicaría básicamente por la continua debilidad del sector fiscal. Así, la reducción del déficit público se inició recién en 1994 con el nuevo gobierno que tomó el poder en octubre de 1993, aunque el fuerte desequilibrio se mantiene. El déficit del gobierno federal pasó de alrededor de 6 por ciento del PBI en 1993 a aproximadamente 4 por ciento en 1995.

En cuanto al **Reino Unido**, en términos generales la inflación ha mostrado una evolución decreciente desde 1991, luego del retiro de la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo (SME), a pesar de la severa devaluación y crisis que enfrentó la economía en este momento. En general la inflación se ha mantenido alrededor de dos por ciento anual hasta setiembre de 1996, variando debido a

factores coyunturales como el plan de mediano plazo para la consolidación fiscal que incluyó incrementos de tributos y reducción de subsidios y que tuvo lugar a fines de 1993. Unicamente en 1995 la inflación mostró un incremento de alrededor de 3 por ciento que luego se elevó a cerca de 4 por ciento anual, lo que sin embargo fue sólo temporal en tanto la inflación ha venido reduciéndose nuevamente desde fines de 1995. En ese mismo periodo la inflación subyacente se incrementó a aproximadamente 3 por ciento. Este aumento temporal fue resultado de factores políticos así como desacuerdos entre las autoridades respecto a la política monetaria y las consecuentes presiones devaluatorias contra la libra esterlina.

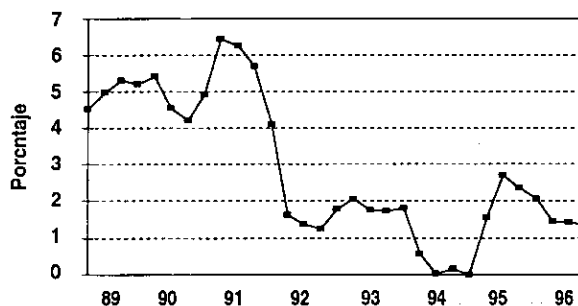
Cabe señalar que la evolución favorable de la inflación se ha mantenido a pesar de la presencia de

Gráfico 2
NUEVA ZELANDA Y ESTADOS UNIDOS DE AMERICA
Tasas de interés de largo plazo ^{1/}



^{1/} Nueva Zelanda: Rendimiento de los bonos del Tesoro a 5 años
USA: Rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años.

Gráfico 3
CANADA: INFLACION ^{1/}



^{1/} Variación respecto a los últimos cuatro meses

desequilibrios macroeconómicos, en especial por el lado fiscal. Así, hasta fines de 1994 se observaron políticas expansivas por el lado monetario y fiscal. La tasa de interés de corto plazo que se encontraba alrededor de 10 por ciento al momento del retiro de la libra esterlina del SME, se redujo a alrededor de 5 por ciento hasta fines de 1994. Por su parte el requerimiento de financiamiento del sector público llegó a 8,2 por ciento del PBI en el año fiscal 1993/1994. La contracción de la política fiscal se inició recién en 1994 cuando el requerimiento de financiamiento del sector público bajó a 6 por ciento del PBI.

Si bien el efecto del establecimiento del objetivo inflación es difícil de aislar, éste podría haber favorecido la credibilidad en las autoridades económicas en el

corto plazo, contribuyendo al mantenimiento de la reducción de la tasa inflacionaria a pesar de la evolución macroeconómica desfavorable. Si bien se ha observado en general un comportamiento favorable de la inflación, la tasa de interés de largo plazo ha mostrado una evolución variable entre 1995 y 1996, en tanto que el diferencial de tasas de interés de largo plazo entre Reino Unido y Estados Unidos de América ha observado una tendencia a incrementarse, lo que obedecería a las expectativas poco favorables de los mercados financieros.

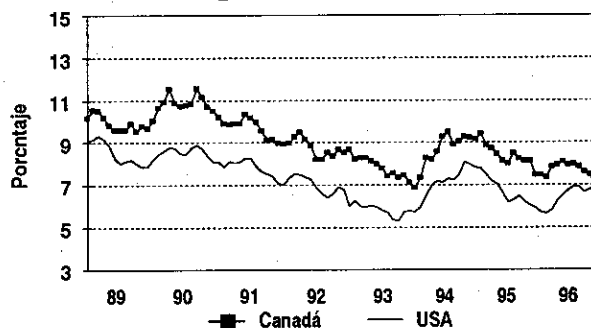
IV. Consideraciones finales

Bajo el esquema de objetivo inflación explícito las decisiones y acciones de política monetaria se toman considerando la evolución esperada de la inflación con respecto a un nivel objetivo previamente anunciado. Las autoridades monetarias asumen públicamente el compromiso de lograr el objetivo inflación en un periodo determinado de tiempo. Para incrementar la credibilidad en el objetivo anunciado se establecen ciertos mecanismos de refuerzo de este compromiso tales como factores institucionales o de seguimiento a la efectividad de la autoridad monetaria, entre otros.

Entre los **beneficios** del esquema de *inflation targeting* se pueden mencionar:

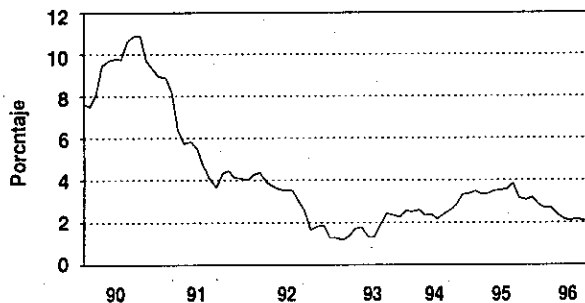
- Incorpora un compromiso explícito con los agentes económicos respecto a la inflación futura.
- Funciona como una guía de las expectativas inflacionarias con lo cual se facilita alcanzar la estabilidad de precios con mayor rapidez.
- La transparencia de la información proporcionada al público favorece la credibilidad en el sistema.
- Incorpora un mecanismo de control específico y claro (*accountability*) de la gestión de las autoridades económicas en general y del banco central en particular, lo que contribuye a incrementar la credibilidad en el programa.

Gráfico 4
CANADA Y ESTADOS UNIDOS DE AMERICA
Tasas de interés de largo plazo ^{1/}



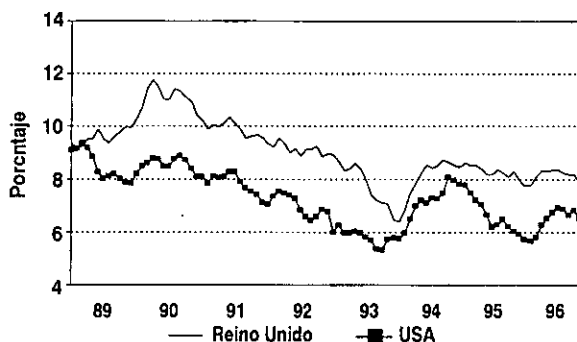
1/ En ambos casos se refiere al rendimiento de los bonos del Estado a 10 años.

Gráfico 5
REINO UNIDO: INFLACION ^{1/}



1/ Variación últimos doce meses.

Gráfico 6
REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS DE AMERICA
Tasas de interés de largo plazo ^{1/}



^{1/} Reino Unido: Rendimiento de los bonos del Estado a 20 años.
USA: Rendimiento de los bonos del Estado 10 años.

- e. Involucra una decisión conjunta del gobierno y de la autoridad monetaria. Por ello si bien la consecución del objetivo corresponde al banco central, el compromiso es de ambas partes. En este sentido tiene importancia la adopción de aspectos complementarios como los mecanismos para aumentar la transparencia de la coordinación fiscal-monetaria.

La revisión de las experiencias de países nos ha permitido observar aspectos que Nueva Zelanda, Canadá y Reino Unido aplicaron para aumentar la credibilidad en su política monetaria, en adición a la aplicación del objetivo inflación explícito. De éstos puede destacarse lo siguiente:

- a. Objetivo único de la política monetaria.

Sólo en Nueva Zelanda se ha dado prioridad a este elemento. El Acta del BRNZ definió la estabilidad de precios como objetivo único de la política monetaria antes del establecimiento del objetivo inflación explícito, lo que puede explicarse debido a su experiencia de mayor inflación ^{15/}.

- b. Autonomía de objetivos y de instrumentos en el manejo de la política monetaria.

En cuanto a los objetivos, en todos los casos el objetivo inflación explícito se determina conjuntamente por el gobierno y el Banco Central. En el caso de Nueva Zelanda

dicha coordinación se refleja en la firma del PTA. En cuanto a los instrumentos el Banco Central es el encargado de manejar los instrumentos para el logro del objetivo fijado. La excepción es el Reino Unido en que la política monetaria y cambiaria es responsabilidad del gobierno.

- c. Transparencia de la política monetaria y guía de las expectativas.

El anuncio del objetivo inflación ha conllevado en todos los casos un incremento de la información periódica tanto de la ejecución de la política monetaria cuanto de las proyecciones de inflación. El Reino Unido adicionalmente publica las Minutas de las reuniones mensuales entre el Ministerio de Finanzas y el gobernador del Banco de Inglaterra.

- d. Otros elementos.

Nueva Zelanda tiene además otros aspectos institucionales como refuerzo para aumentar la credibilidad en la política monetaria. Entre estos se encuentra la concentración de la responsabilidad de la política monetaria en el Gobernador del BRNZ. Asimismo, éste está sujeto a evaluación y de acuerdo al Acta del BRNZ puede ser destituido si se juzga insatisfactoria la gestión respecto a los objetivos planteados en el PTA.

Sin embargo, la adopción de un objetivo inflación explícito involucra también elementos que deben tenerse en consideración, en tanto son factores que en determinadas circunstancias podrían hacer peligrar el logro del objetivo, y que están relacionados con la implementación en sí del esquema:

- a. La determinación del objetivo debe estar debidamente fundamentada: la ganancia de credibilidad en la política antiinflacionaria que puede generar un objetivo inflación está directamente relacionada con el grado de precisión con que este objetivo o rango permitido de variación de la inflación se defina y sobre todo con el cumplimiento del objetivo definido. El incumplimiento del objetivo puede

^{15/} Si se considera el período de los años ochenta en adelante la máxima inflación fue cercana al 20 por ciento anual, en tanto que en el mismo lapso la de Canadá fue de 13 por ciento y la de Reino Unido 11 por ciento.

- generar una pérdida significativa en términos de credibilidad.
- b. Relacionado con lo anterior, el compromiso con un objetivo creíble necesariamente debe ser adoptado conjuntamente por el gobierno y el banco central y la coordinación fiscal-monetaria debe mantenerse, en tanto el logro del objetivo estará en función de contar con las políticas adecuadas por parte de ambas áreas.
 - c. La definición de un objetivo inflación explícito requiere contar con proyecciones de inflación para por lo menos un año en adelante. Al respecto pueden existir dificultades en algunos países en que no se cuente con las estadísticas necesarias de indicadores diversos de la inflación u observen cambios estructurales que no permitan estimaciones econométricas confiables, o en algunos casos se puede enfrentar problemas de relaciones inestables entre variables, entre otras.

Anexo

CUADRO COMPARATIVO DE PAISES

	Nueva Zelanda	Canadá	Reino Unido
¿Desde cuándo se aplica el objetivo inflación?	En 1989 se promulgó una nueva Acta del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ) y en marzo de 1990 se firmó el primer Acuerdo de Objetivos de Política (PTA) en que se estableció formalmente el objetivo inflación.	En febrero de 1991 el gobierno y el Banco de Canadá anunciaron el objetivo inflación junto con la presentación del presupuesto fiscal para dicho año.	Desde setiembre de 1992.
Autonomía	El objetivo específico de la política monetaria (objetivo inflación explícito) en general se determinan por el Ministerio de Finanzas en coordinación con el Banco Central y se establecen en el PTA. El Banco Central es autónomo respecto a la formulación y decisión de los mecanismos operativos de la política monetaria para conseguir dicho objetivo. La política cambiaria es responsabilidad de gobierno.	La responsabilidad última de la política monetaria corresponde al gobernador del Banco de Canadá. Las decisiones de política monetaria corresponden al Consejo del Banco de Canadá, que está formado por los miembros del Comité Ejecutivo y diez directores del Banco. El Comité Ejecutivo está presidido por el gobernador y tiene a su cargo la instrumentación de la política monetaria. Si bien el Ministro de Finanzas se encuentra en capacidad de modificar la orientación de la política monetaria mediante directivas escritas al gobernador, ello hasta ahora no ha sucedido.	La políticas monetaria y cambiaria son responsabilidad del Ministerio de Finanzas y el Banco de Inglaterra actúa como su principal asesor.
Orientación de la política monetaria antes de la adopción del objetivo inflación	En 1984 se ingresó a un sistema de tipo de cambio flexible con intervención del Banco Central, y se adoptó, aunque no formalmente, a la estabilidad de precios como único objetivo de la política monetaria.	Hasta 1982 el Banco de Canadá mantuvo a M1 como su objetivo intermedio. Posteriormente la política monetaria se manejó en forma discrecional, declarando que su objetivo de largo plazo era la estabilidad de precios. Se mantuvo un régimen cambiario flexible.	Sistema de tipo de cambio fijo. La libra esterlina se mantuvo dentro del Sistema Monetario Europeo entre octubre de 1990 y setiembre de 1992 con lo cual se estableció una paridad central de la libra esterlina respecto al ECU.
Factor desencadenante para el inicio de la política de objetivo inflación.	La adopción del objetivo inflación estuvo enmarcada dentro de una redefinición de la política monetaria formalizada a través del Acta del BRNZ, a su vez parte de un conjunto de reformas estructurales adoptadas desde 1984.	A pesar de que la economía se encontraba en recesión, la tasa de inflación se había elevado significativamente para los estándares canadienses. Las expectativas de inflación se habían visto exacerbadas por los elevados déficit fiscales (alrededor de 5 por ciento del PBI) que se venían observando.	La crisis que enfrentó la libra esterlina y que condujo a una devaluación de 12 por ciento como primer impacto. Se enfrentaba la necesidad de determinar una política económica creíble, más aún cuando la permanencia en el ERM había durado sólo dos años.
Inflación al inicio de la política del objetivo inflación.	En marzo de 1990 la inflación total se encontraba en alrededor de 7 por ciento anual.	La inflación total fue de 6,9 por ciento anual en enero de 1991.	En setiembre de 1992 la inflación total se encontraba en alrededor de 3,5 por ciento anual y la inflación subyacente en 4 por ciento anual.

	Nueva Zelanda	Canadá	Reino Unido
Objetivo inflación	<p>De acuerdo al primer PTA, el BRNZ estableció el objetivo de obtener una inflación total entre 0 y 2 por ciento anual a diciembre de 1992. Asimismo, estableció un objetivo de inflación intermedio de 3 a 5 por ciento para diciembre de 1990. Sin embargo, desde 1994 el BRNZ está presentando el objetivo inflación como la inflación subyacente haciendo notorio que éste es un mejor indicador de la política monetaria.</p> <p>En diciembre de 1990 se firmó un nuevo PTA en el cual se postergó la fecha límite para lograr el objetivo inflación de 0-2 por ciento hasta diciembre de 1993. Asimismo, se estableció nuevos objetivos de inflación intermedios de 2,5 a 4,5 por ciento a fines de 1991 y de 1,5 a 3,5 por ciento a fines de 1992.</p>	<p>En 1991 se estableció un objetivo de inflación total de 2 a 4 por ciento hacia fines de 1992, de 1,5 a 3,5 por ciento hacia mediados de 1994 y de 1 a 3 por ciento hacia fines de 1995.</p> <p>Luego de la instalación del nuevo gobierno en octubre de 1993 se amplió el objetivo inflación de 1 a 3 por ciento hasta 1998.</p>	<p>Mantener la inflación subyacente en un rango de 1-4 por ciento. La mitad más baja de dicho rango se alcanzaría al concluir el actual Parlamento (segundo trimestre de 1997).</p>
Definición de la inflación subyacente.	<p>Si bien el objetivo inflación está definido para la inflación total, desde 1988 el BRNZ elabora el índice de inflación subyacente que excluye del Índice General de Precios los efectos de las siguientes variables: impuestos indirectos, tasas de los gobierno locales, términos de intercambio, tasa de interés y desastres naturales o reducción masiva en el ganado por enfermedad o plaga.</p>	<p>El Banco de Canadá calcula una inflación subyacente con base en el Índice de Precios que excluye los rubros de alimentos, energía e impuestos indirectos.</p>	<p>Variación del índice de precios al por menor, excluyendo los pagos por intereses hipotecarios.</p>
Otras definiciones de inflación subyacente usadas para el manejo monetario	Ninguna.	Ninguna.	Inflación subyacente excluyendo impuestos indirectos y tasas de las autoridades locales.
Seguimiento de indicadores	<p>Seguimiento de la tasa de interés de valores a noventa días y de un índice ponderado del tipo de cambio comercial.</p> <p>Adicionalmente el BRNZ utiliza otros indicadores como son: variación en los precios de los activos, precios mundiales de las exportaciones e importaciones, productividad, salarios y evolución de las expectativas de inflación de acuerdo a encuestas.</p>	<p>Seguimiento del Índice de Condiciones Monetarias (ICM), un promedio ponderado de la variación de la tasa de interés de los papeles comerciales a 90 días (en puntos porcentuales) y la variación porcentual del tipo de cambio respecto a un período base. El Banco de Canadá estima una trayectoria tentativa del ICM consistente con la inflación objetivo.</p> <p>Adicionalmente se emplea una serie de indicadores: la brecha entre el producto potencial y el observado, la inflación esperada y los impuestos indirectos. Asimismo, se sigue otras variables que se consideran tienen un impacto indirecto sobre la inflación como los salarios y diversos agregados monetarios.</p>	<p>Seguimiento de agregados monetarios (M0, M4), variación del tipo de cambio, variación de precios de los bienes raíces, evolución de las ventas al por menor, indicadores del mercado de bonos (diferenciales de rendimiento a diferentes períodos de maduración).</p>

	Nueva Zelanda	Canadá	Reino Unido
Principal instrumento de política monetaria	El BRNZ establece y anuncia diariamente un nivel objetivo de reservas bancarias de los bancos con la finalidad de inducir correcciones deseadas en la tasa de interés. También cuenta con las operaciones de mercado abierto y los redescuentos en caso necesario.	Los principales instrumentos son la tasa de descuento y el movimiento de depósitos del gobierno entre el banco central y los bancos de compensación. Dicho financiamiento es por 24 horas y tiene un fuerte impacto sobre la tasa de interés interbancaria a un día. La distribución de los depósitos entre bancos de compensación se realiza mediante subastas quincenales.	La tasa de interés de corto plazo a través de sus operaciones diarias de mercado abierto.
Información que se proporciona al público	Informe de Política Monetaria que presenta las predicciones de inflación para 24 y 36 meses (BRNZ, marzo y diciembre). Proyección Económica que actualiza las predicciones anteriores (BRNZ, setiembre y marzo)	Se publica extractos de las Minutas de las reuniones del Consejo del Banco de Canadá (ocho al año) y el Informe Anual del gobernador del Banco de Canadá.	Reporte Monetario Mensual que presenta indicadores reales y financieros (Tesoro Público). Reporte de Inflación que presenta la proyección de la inflación para los siguientes 24 meses (trimestral, Banco Central). Minutas de las reuniones de política entre el Ministro de Finanzas y el Gobernador del Banco de Inglaterra (dos semanas después de la reunión siguiente).
Cambios institucionales.	En 1989 se promulgó el Acta del BRNZ por la cual se estableció como único objetivo de la política monetaria la estabilidad de precios. Con el establecimiento del objetivo inflación se dispuso el establecimiento del PTA que es un contrato público entre el gobierno y el Banco Central donde se presenta las metas específicas de política. Cabe señalar que el gobierno tiene un gran poder respecto al PTA en tanto puede renegociar el PTA o cambiar los objetivos de la política monetaria hasta por un máximo de 12 meses. Sin embargo, la integridad del objetivo de estabilidad de precios se salvaguarda estableciendo que la propuestas del gobierno deberán ser discutidas mediante procedimientos formales y públicos.	No se modificó el Estatuto del Banco de Canadá y no se realizó ningún otro cambio institucional	Incremento de la transparencia de la política monetaria.
Evolución de la inflación.	La inflación total se redujo a 1 por ciento en diciembre de 1991 (dos años antes de lo que establecía el objetivo inflación), manteniéndose alrededor de este nivel hasta setiembre de 1994 cuando se observó un aumento temporal de la inflación hasta mediados de 1995. En el primer trimestre de 1996 se observó una variación anual de 2,1 por ciento.	Desde el anuncio del objetivo inflación, la inflación total se ha mantenido dentro del rango objetivo y debajo del límite inferior establecido. La inflación total pasó de 6 por ciento anual en 1991 a 2 por ciento anual en 1992 donde prácticamente se mantuvo hasta reducirse a cero en 1994. Si bien se observó posteriormente un aumento, este sólo fue temporal. En el primer trimestre de 1996 la inflación fue de 1,45 por ciento anual.	La inflación general se ha mantenido alrededor de 2 por ciento anual, aunque durante 1995 se observó un aumento temporal de la misma. Posteriormente la inflación ha venido reduciéndose.

	Nueva Zelanda	Canadá	Reino Unido
Equilibrio macroeconómico.	<p>Desde 1992 el producto ha venido creciendo a tasas progresivamente más elevadas ante el crecimiento del gasto doméstico del sector privado. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ha elevado encontrándose en alrededor de 2,5 por ciento del PBI en 1995.</p> <p>Si bien la política fiscal se ha venido manteniendo bastante disciplinada (en 1993/94 y 1994/95 se obtuvo superávit de 0,2 y 3,0 por ciento del PBI respectivamente), las tasas de interés habían venido reduciéndose progresivamente desde 1992. Dicha política se revirtió desde inicios de 1994 en que la política monetaria se contrajo.</p>	<p>En 1991 la política monetaria se reorientó para favorecer una reducción de la tasa de interés y al mismo tiempo se dispuso una contracción de la política fiscal. La política monetaria mantuvo dicha orientación hasta inicios de 1994 cuando se elevaron las tasas de interés en Estados Unidos.</p> <p>La reducción del déficit público se inició recién en 1994, con el nuevo gobierno que tomó el poder en octubre de 1993. El déficit del gobierno federal se redujo de 5,8 por ciento del PBI en 1993 a 3,8 por ciento del PBI en 1995.</p> <p>La reactivación de la economía se inició en 1992 aunque lentamente. Las cuentas externas evolucionaron favorablemente. El déficit en cuenta corriente que había sido mayor al 4 por ciento del PBI en 1991 pasó a 1,7 por ciento del PBI en 1995.</p>	<p>Hasta fines de 1994 se observaron políticas monetaria y fiscal expansivas. El requerimiento de financiamiento del sector público llegó a 8,2 por ciento del PBI en el año fiscal 1993/1994.</p> <p>La contracción de la política fiscal se inició en 1994 cuando el requerimiento de financiamiento del sector público bajó a 6 por ciento del PBI. Se observó un incremento progresivo de las tasas de interés desde fines de 1994, pasando de 5,5 por ciento a 6 por ciento en el primer semestre de 1995.</p> <p>El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo en alrededor de 2 por ciento del PBI. En 1994 prácticamente se llegó al equilibrio.</p>
Elementos de crisis luego de la adopción del objetivo inflación.	Ninguno.	<p>Entre fines de 1994 e inicios de 1995 se observaron fuertes presiones devaluatorias debido a la preocupación de los inversionistas con respecto a las cuentas fiscales, dada la reciente crisis mexicana.</p> <p>Las presiones devaluatorias se reiniciaron por corto tiempo en los meses próximos al referéndum en Quebec que tuvo lugar en octubre de 1995.</p>	<p>Discusiones internas en el Partido Conservador llevaron a convocar a elección de líderes por parte del primer ministro en el primer semestre de 1995.</p> <p>La Minuta de la reunión entre el ministro de Economía y el gobernador del Banco Central del mes de mayo de 1995 registró discrepancias entre dichas autoridades respecto a la política monetaria.</p>
Evolución de las expectativas inflacionarias.	Las expectativas de inflación a corto plazo en general han respondido favorablemente, aunque los diferenciales internacionales de las tasas de interés de largo plazo se han mantenido en alrededor de dos puntos porcentuales lo que podría reflejar incertidumbre respecto a la evolución futura de la inflación.	Las expectativas inflacionarias de largo plazo se han mantenido, lo que reflejaría una falta de credibilidad en el objetivo cuando se considera un horizonte temporal más amplio.	La brecha internacional entre las tasas de interés de largo plazo se ha ampliado durante todo 1995 y lo que va de 1996, reflejando las expectativas dudosas respecto a la evolución futura de la inflación.

Bibliografía

- Alesina, A. y Summers, L.** 1993. *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*. Journal of Money, Credit and Banking, No.25, pp.151-62.
- Alexander, W. y Caramazza, F.** 1994. *Money versus Credit: the Role of Banks in the Monetary Transmission Process*. En Baliño, T. y Cottarelli, C.(ed.) "Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences".
- Barro, R. y Gordon, D.** 1983. *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*. Journal of Political Economy, No.91, pp. 589-610.
- Baumgartner, J. y Ramaswamy, R.**1996. *Inflation Targeting in the United Kingdom: Information Content of Financial and Monetary Variables*. FMI. Working Paper 96/44.
- Bernanke, B.S. y Mishkin, F.S.** 1997. *Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy?* NBER Working Paper, N° 5893.
- Bryan, M. y Cecchetti, S.** 1994. *Measuring Core Inflation* en Mankiw, G. (ed.) Monetary Policy, National Bureau of Economic Research.
- Canzoneri, M.** 1985. *Monetary Policy Games and the Role of Private Information*. American Economic Review, No.75, pp 1056-70.
- Cecchetti, Stephen G.** 1995. *Inflation Indicators and Inflation Policy*. NBER Working Paper No.5161.
- Canzoneri, M., Henderson y Rogoff, K.** 1983. *The Information Content of the Interest Rate and Optimal Monetary Policy*. Quarterly Journal of Economics, vol. 58, No.4, pp.545-566.
- Cukierman, A.** 1992. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, MIT.
- Cukiermann, A., Neyapti, B. y Webb, S.** 1992. *Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes*. World Bank Economic Review, vol.6, No.3, pp.353-398.
- Cukiermann, A., Kalaitzidakis, P., Summers, L. y Webb, S.** 1993. *Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates*. Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy, No. 39, pp. 95-104.
- Debelle, G. y Fisher, S.** 1994. *How Independent Should a Central Bank be?* En Futher, J.C.(ed.) "Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers", Federal Reserve Bank of Boston.
- Feldstein, M. y Stock, J.** 1994 *The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP* en Mankiw, G. (ed.), "Monetary Policy, National Bureau of Economic Research".
- Fischer, S.** 1994. *Modern Central Banking*. Documento preparado para el tricentenario del Banco de Inglaterra.
- Flood, R. y Mussa, M.** 1994. *Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy*. NBER Working Paper No. 4850.
- Fondo Monetario Internacional** *Recent Economic Developments*, varios numeros de Nueva Zelanda, Canadá y Reino Unido.
- Freedman, Charles.** 1994. *The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada* en Baliño, T.J.T. y Cotarelli, Carlo (eds.) "Frameworks for Monetary Stability - Policy Issues and Country Experiences".
- Friedman, Milton.** 1959. *A Program for Monetary Stability*. Fordham University Press, New York.
- Green, John H.** 1996. *Inflation Targeting: Theory and Policy Implications*. FMI Working Paper 96/65.
- Kydland, Finn y Prescott, Edward.** 1977. *Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. Journal of Political Economy vol. 85, No.3.
- McCallum, Robert.** 1994. *Monetary Policy Rules and Financial Stability*. NBER Working Paper No.4692

- Persson, T. y Tabellini, G.** 1993. *Designing Institutions for Monetary Stability*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy No. 39, pp. 53-84.
- Rogoff, K.** 1985. *The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target*. Quarterly Journal of Economics, No.100, pp. 1169-90.
- Sargent, T. y Wallace, N.** 1975. *Rational Expectations, the Optimal Monetary Instruments and the Money Supply Rule*. Journal of Political Economy, vol.83, pp. 241-54.
- Svensson, Lars E. O.** 1993. *The Simplest Test of Inflation Targeting Credibility*. NBER Working Paper No.4985.
- Svensson, Lars E.O.** 1995. *Optimal Inflation Targets, "Conservative" Central Banks, and Linear Inflation Targets*. NBER Working Paper No. 5251
- Walsh, C.** 1993. *Optimal Contracts for Independent Central Bankers: Private Information, Performance Measures and Reappointment*. Working Paper 93/02, Federal Reserve Bank of San Francisco.