



El futuro de las metas de inflación¹

I. Introducción

En 1989 entró en vigor la ley orgánica del Banco de Reserva de Nueva Zelanda, la cual ayudó a la reestructuración de la relación entre dicho banco central y su gobierno electo. Este cambio marcó el surgimiento de las metas explícitas de inflación como un medio para lograr una inflación baja y estable. Luego de Nueva Zelanda, Australia fue uno de los primeros países en adoptar este esquema, anunciando su primera meta de inflación en 1993. Durante los últimos veinte años, el esquema de metas explícitas de inflación se ha extendido alrededor del mundo, de tal forma que previo al surgimiento de la crisis financiera de 2008-2009, más de dos docenas de bancos centrales habían establecido este esquema de política monetaria, mientras que otros (como la Reserva Federal de Estados Unidos de América, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza) se comportan dentro de este esquema, a pesar de resistirse a ser identificados como tales.

En los años previos a la crisis financiera de 2008-2009 (la recesión mundial más severa desde la registrada en los años 30), los tomadores de decisiones y los economistas académicos compartían un amplio consenso sobre la política monetaria, según el cual, el esquema de metas explícitas de inflación representaba la mejor práctica de política monetaria en la banca central (Svensson, 2002; Goodfriend, 2007). No obstante, la mayoría de las discusiones de política monetaria destacaban el doble objetivo de este esquema, en cuanto a establecer una meta de inflación baja y establecer alguna medida



de actividad económica real. En los años posteriores a la crisis financiera internacional, los aspectos clave de este consenso han sido cuestionados, lo cual ha dado lugar a revisar los fundamentos del esquema de metas de inflación. En este sentido, en el presente documento se consideran tres modificaciones sugeridas al esquema. La primera exige la incorporación de objetivos adicionales en los mandatos de los bancos centrales. Las otras dos proponen elevar el objetivo medio de la inflación; particularmente, cambiar el esquema por una meta de nivel de precios con el propósito de evitar la restricción que, sobre la postura de política monetaria, establece el límite inferior cero en las tasas de interés nominales (*the zero lower bound constraint*).

II. ¿Debería un esquema de las metas de inflación ser más flexible?

El esquema de metas explícitas de inflación ha sido criticado por enfocarse principalmente en la estabilidad de la inflación y de la producción interna. Las metas explícitas de inflación están basadas en modelos que funcionan para estabilizar la inflación y la brecha del producto con el fin de minimizar las distorsiones económicas. Sin embargo, pueden existir problemas económicos más allá de estos objetivos en donde no se logre mitigar el problema, por lo que la política no sería la óptima a utilizar por los bancos centrales.

Contenido

1. El futuro de las metas de inflación..... p.1
2. Precios de los alimentos y de la inflación en China y en los Estados Unidos de América presentan patrones similares.....p.4

1. Resumen y traducción libre del documento "The future of inflation targeting", Carl E. Walsh, *Department of Economics, University of California, Santa Cruz, CA, USA* (2011). Resumen elaborado por Diego Cienfuegos, Analista I del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

A. Fricciones en el mercado de crédito

En investigaciones recientes se han centrado en la explicación de las fricciones de crédito y los problemas que estas pueden causar. Pero lastimosamente todavía no se ha encontrado alguna forma en que la se utiliza la política monetaria para mitigar los problemas causados por los mercados financieros en la economía.

B. Fricciones en el mercado laboral

En la mayoría de las recientes investigaciones, se han centrado en cómo la transmisión de política monetaria se ve afectada por el mercado de trabajo y las fricciones financieras. Esto se debe al impacto que tengan las alteraciones en el mercado de trabajo o financiero ya que son difíciles de medir y pueden provocar efectos reales en la política monetaria. En donde el banco central tenga que realizar compensaciones para mantener la estabilidad y el objetivo de la inflación y del producto interno. Además diferenciales en el crédito pueden causar fluctuaciones en la economía que requieran de una respuesta, pero el gran problema es que no se sabe con exactitud cuáles son los factores que provocan estos diferenciales o la magnitud de las fluctuaciones que estos provocarán para saber cómo cambiar o aplicar la política. Y los mismos problemas existen con la medición de la brecha de producción y rigidez de la brecha del mercado laboral.

En los modelos que contienen múltiples distorsiones las autoridades se deben de centrar principalmente en la estabilidad de precios, ya que si no se hace de esta forma se pueden obtener resultados subóptimos gracias al empeoramiento que provocan las otras distorsiones económicas. A pesar de lo anterior, un resultado común que se presenta en gran parte de la literatura hasta la fecha ha sido que la estabilidad de precios es a menudo una aproximación cercana a la política óptima, incluso para otras distorsiones.

III. El límite inferior cero y el aumento de las metas de inflación

Durante los últimos tres años gran cantidad de bancos centrales se han visto en la situación de tener que disminuir su tasa de política monetaria a niveles cercanos a cero, como consecuencia del esfuerzo para contrarrestar la contracción económica, asociada con las crisis financieras. Debido a la restricción que establece el límite inferior cero (ZLB por sus siglas en inglés) sobre las tasas de interés nominales, algunos economistas han propuesto elevar los objetivos de inflación.

A. El aumento de la meta de inflación

Cuando existe un aumento en la media de la meta de inflación se obtiene un mayor nivel en el promedio de las tasas de interés nominales, y esto proporciona al banco central un mayor rango para recortar las tasas por si existiera el caso de un choque contractivo de la economía, y todo esto antes de llegar al límite inferior cero. Blanchard (2010) es quizás el mayor defensor en el tema de elevar la meta de inflación y ha argumentado que una tasa de inflación promedio de 4 por ciento constituye un objetivo más seguro, por lo que esto proporciona más espacio para los recortes de tasas de interés en la existencia de un *shock* adverso sobre la economía.

Si se desea aumentar la meta de inflación se debe de considerar que existan otras políticas que puedan reducir la volatilidad macroeconómica para evitar caer en el límite inferior cero. Por ejemplo, mejorar la regulación del sector financiero podría evitar choques en la economía y así esquivar el aumento de la meta de inflación, ya que los últimos 25 años el banco central se ha dedicado a reducir la inflación y ganar la credibilidad de los agentes para lograr una inflación baja y estable, es más las expectativas de inflación fueron una característica de la última crisis financiera debido a la estabilidad que se logró mantener, lo cual no hubiera sido posible si el banco central no tuviera credibilidad (el aumento de la meta de inflación pone en riesgo la credibilidad del banco central).

B. El límite inferior cero (ZLB) como una restricción de política monetaria

Una forma de evitar el límite inferior cero es el aumento de la meta de inflación, pero los costos permanentes de distorsión que conlleva una mayor inflación deben de equilibrarse con una baja probabilidad de que exista otro shock negativo como el que experimentó la economía mundial en el 2008. Sin embargo, si se mejora la regulación del mercado financiero y se tiene una respuesta de política más activa se volvería una estrategia más eficiente para no golpear de nuevo el límite inferior cero.

Un banco central con alta credibilidad no considera el límite inferior cero como una restricción, debido a que puede incrementar su meta de inflación en el futuro. Sin embargo, los banqueros centrales conocen el sacrificio que se hará al abandonar una inflación baja y estable.

Director Oscar Roberto Monterroso S.	Producción Sergio Armando Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Rómulo Oswaldo Divas M.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Pablo Emilio Méndez Lima

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: NOTAS MONETARIAS del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

Como Ben Bernanke dijo en el 2010: “En las circunstancias actuales una estrategia de este tipo no es la correcta para los Estados Unidos... El aumento de la meta de inflación implicaría mayores costos que beneficios, se tendría una mayor volatilidad y por lo tanto se debilitaría la confianza de las firmas y los hogares y a su vez eliminaría la capacidad de elaborar planes a largo plazo”.

IV. Meta de nivel de precios

Debido a que el límite inferior cero sobre la tasa de interés de política nominal representa costos altos y que el aumento de la meta de inflación media tiene más costos que beneficios, se han buscado nuevas estrategias de política monetaria, tal como las metas de nivel de precios o Price level targeting (PLT), como alternativa a las metas de inflación.

A. ¿Deberían los bancos centrales adoptar PLT en vez de ZLB?

Existen varias razones para cuestionar la eficacia de la adopción de la meta de nivel de precios cuando las tasas de interés se encuentran en límite inferior cero. En primer lugar, el ajuste de la estabilización de las expectativas solo funciona si el público entiende las implicaciones de utilizar la meta en el nivel de precios y que el banco central tenga credibilidad. Se ha observado con las metas explícitas de inflación que la credibilidad sigue a la experiencia, y la ganancia en el anclaje de las expectativas no es algo que se logra de inmediato. Además, ganar credibilidad de PLT en medio de una trampa de liquidez puede resultar muy difícil.

V. Conclusiones

El uso de las metas explícitas de inflación ha funcionado correctamente durante la crisis. Pero una de las muchas consecuencias de la crisis financiera es que en presencia de múltiples distorsiones económicas, los bancos centrales se enfrentan a situaciones más complejas que las que normalmente resuelven los modelos estándar de metas de inflación.

Las restricciones en las tasas de interés nominal causadas por el límite inferior cero ha provocado la propuesta de aumentar la meta de inflación, lo cual incrementa la volatilidad macroeconómica elevando costos a causa de la inflación más alta; recordemos que si el *shock* macroeconómico es mayor en el futuro los beneficios de aumentar la meta de la inflación son más altos; aun de esta forma los costos son mayores, por lo que con una mejor regulación en los mercados financieros en lugar de aumentar la meta de inflación, se puede obtener un entorno macroeconómico más estable.

La meta de nivel de precios es una alternativa al esquema de metas de inflación y puede propiciar que las expectativas de inflación se conviertan en una forma de estabilización, especialmente para ayudar a evitar la ZLB. Sin embargo, depende del momento en que se adopte

PLT para que dicho esquema tenga credibilidad, de la comprensión del agente económico del mismo y de la velocidad con la que se espera que las desviaciones del nivel de precios regresen a su meta; todos son puntos importantes para determinar si PLT sería un régimen de política efectivo.

Referencias

Blanchard, O. J. and Galí, J. (2010), “Labor Markets and Monetary Policy: A NK Model with Unemployment”, *American Economic Journals: Macroeconomics*, 2, 1-30.

Goodfriend, M. (2011), “Central Banking in the Credit Turmoil An Assessment of Federal Reserve Practice”, *Journal of Monetary Economics*, 58, 1-12.

Svensson, L. E. O. (2003), “Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others”, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 145-66.

Precios de los alimentos y de la inflación en China y en los Estados Unidos de América presentan patrones similares²

La inflación, como medida de crecimiento del índice de precios al consumidor (IPC), ha sido relativamente estable en los últimos dos años para Estados Unidos y China. Los precios de los alimentos, importante componente en el IPC, puede explicar la relación entre el movimiento conjunto de los precios en ambos países. Las fluctuaciones de los precios en China empezaron a correlacionarse de modo más fuerte con las de Estados Unidos luego de que China se uniera a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001. Entre 1994 y 2001 la correlación fue de 41%, mientras que entre 2002 y 2013 fue de 62%. En los siguientes apartados se presentan cuatro posibles causas de esta convergencia.

Precios mundiales de alimentos y de *commodities*

En el período comprendido entre 2002 y 2013 los precios de los alimentos en China estuvieron fuertemente correlacionados con los precios de los alimentos a nivel mundial (80%), mientras que en los Estados Unidos de América dicha correlación fue menor (34%). Un patrón similar se observa en los precios de los *commodities*, ya que los precios internacionales de estos productos registraron una elevada y significativa correlación con los precios internos de China (49%), pero una baja correlación con los precios internos observados en los Estados Unidos de América (10%). Por lo tanto, este factor no contribuye a explicar la convergencia entre los precios al consumidor en China y en los Estados Unidos de América.

Tipos de cambio y oferta monetaria

Otra posible explicación podría estar relacionada con las tasas de cambio de ambas monedas. China tiene una tasa de cambio que se encuentra altamente relacionada con el dólar. Por lo tanto, un aumento en la oferta monetaria en los Estados Unidos de América supondría un aumento en la oferta monetaria en China. No obstante, ello implicaría que la inflación de ambos países hubiese registrado un comportamiento similar. Sin embargo, los datos no son concluyentes en referencia a esta explicación.

Volúmenes de comercio agrícola

La convergencia en la evolución de los IPC de China y de los Estados Unidos de América podría ser explicada por el fuerte incremento en los volúmenes de comercio, particularmente de productos agrícolas, entre ambos países.

En los diez años previos a que China se uniera a la OMC, es decir el período comprendido entre 1991 y 2001, las exportaciones (importaciones) agrícolas de Estados Unidos de América crecieron 168% y 146%, respectivamente. Durante los 10 años posteriores a la adición de China a la OMC, dichas tasas de crecimiento se situaron en 874% y 388%, en su orden. El comercio de soya es particularmente interesante, ya que los precios internacionales de este producto se encuentran altamente correlacionados con los precios internacionales de los alimentos en su conjunto. Dicha correlación se hizo más fuerte luego de 2002, tanto para China, como para los Estados Unidos de América.

Por lo tanto, es posible concluir que el comercio agrícola entre China y los Estados Unidos de América –las dos economías más grandes del mundo– es sustancial y se ha incrementado de manera rápida y sostenida luego de la anexión de China a la OMC, lo cual ha generado que los precios de los alimentos en China presenten patrones de variación similar a los precios de los alimentos en los Estados Unidos de América.



2. Traducción libre y resumen de la publicación: María A. Arias and Yi Wen. *Food prices and inflation in China and the U.S. are following similar paths*. Este resumen fue elaborado por Mariano José Gutiérrez Morales, Analista I del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.