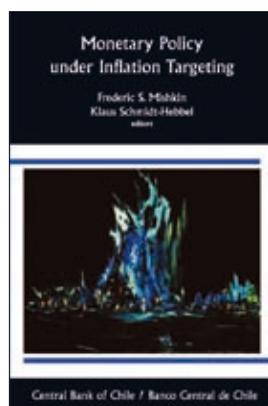


REVISIÓN DE LIBROS

COMENTARIO AL LIBRO "MONETARY POLICY UNDER INFLATION TARGETING"

editado por **Frederic S. Mishkin y Klaus Schmidt-Hebbel***
Banco Central de Chile, 2007

Carlos Massad A.**



Agradezco a Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel la invitación que me hicieron para presentar el libro *Monetary Policy under Inflation Targeting*, editado por Frederic Mishkin y Klaus Schmidt-Hebbel como resultado de la conferencia anual del Banco Central de Chile.

La presentación de este libro hoy refuerza mi convicción de que los bancos centrales son, a la vez, analíticos y oportunistas. Analíticos, porque el libro que tengo el honor de presentar y que, aunque parezca increíble, he leído completo en sus 580 páginas, contiene análisis teórico y empírico que está en la frontera del conocimiento. Y oportunistas, porque el libro se presenta aprovechando la presencia de ustedes en un seminario que se relaciona apenas tangencialmente con él.

Durante más del noventa por ciento de los 50 años que dura ya mi vida profesional, y desde mucho antes, la inflación y su combate, con éxitos y fracasos, dominaron la preocupación económica, social y política de Chile. Me correspondió dirigir el Banco

Central de Chile en dos periodos muy diferentes, separados por 36 años, en los cuales el enfoque de metas de inflación fue el centro de la política monetaria, aunque con resultados diversos.

Pienso que en mi presentación talvez pueda hacer una contribución modesta intentando analizar, aunque de modo muy somero, la política antiinflacionaria de hace 43 años a la luz de la mirada mucho más sofisticada y exigente que se da en este magnífico libro.

Objetivos de inflación en los años sesenta

El anuncio de metas de inflación para años futuros por parte de la autoridad no se hizo por primera vez a fines de los años ochenta o comienzos de los noventa del siglo pasado. Hasta donde llega mi conocimiento, tal anuncio formal se hizo, por primera vez, en 1964.

El 24 de noviembre de 1964, en su presentación al Congreso Nacional sobre el Estado de la Hacienda Pública, el entonces ministro de hacienda de Chile y, a la vez, presidente del Banco Central de Chile, Sergio Molina, (hoy hablaríamos de predominio fiscal o "fiscal dominance") señalaba la dirección general de la política económica del nuevo gobierno del presidente Eduardo Frei Montalva, elegido poco más de dos meses antes con la mayoría más amplia de la historia. Yo lo acompañaba en mi calidad de recién designado vicepresidente del Banco Central y de miembro, junto a otros entonces jóvenes economistas, del equipo que había preparado el programa económico del nuevo Gobierno. Entre ellos

* Esta es una transcripción revisada de los comentarios del presentador del libro con motivo de su lanzamiento, realizado el 19 de marzo pasado en el Banco Central de Chile.

** Profesor titular de la Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile. Ex Presidente del Banco Central de Chile.

se contaban Jorge Ahumada, Álvaro Marfán, Eduardo García, Jorge Cauas y muchos otros que sería largo enumerar.

En su discurso en el Congreso, el Ministro de Hacienda señaló, con gran fuerza, que el Gobierno había decidido fijar metas públicas de inflación para los años 1965, 66 y 67, y que estas metas serían de 25%, 15% y 10% anual, respectivamente. La idea era contribuir a la formación de expectativas inflacionarias decrecientes. Señaló el ministro Molina, aunque no con estas mismas palabras, que el Gobierno usaría todos los instrumentos de la política económica para lograr estas metas manteniendo un crecimiento económico mayor que las magras cifras registradas en años anteriores. Hoy interpretaríamos esto como una situación en la cual el producto potencial estaba por encima del efectivo y, por tanto, era posible crecer más rápido sin costo inflacionario.

Formación de expectativas

¿En qué se basaba la esperanza de éxito de este enfoque? El equipo económico había elaborado un modelo simple —casi ingenuo si se lo mira hoy, pero muy avanzado en su época—, para guiarse en la aplicación de las políticas monetaria, fiscal, cambiaria, microeconómica y de ingresos de modo de conseguir simultáneamente las metas de inflación y de crecimiento buscadas. En este contexto, el esfuerzo de entonces cumplía con uno de los criterios que hoy se exigen para calificar una política como de metas de inflación: el anuncio de las metas no era una simple manifestación de buenos deseos, sino que iba acompañado de un conjunto de políticas para lograrlas.

Podríamos calificar este modelo como híbrido: las presiones de demanda sobre los precios se estimaban como provenientes de los excesos de oferta de dinero sobre su demanda, una visión estrictamente clásica. Se reconocía la existencia de retardos en la acción de las variaciones del exceso de oferta monetaria, pero no estaban aún medidos.

Presiones inflacionarias

La demanda de dinero se estimaba usando como argumentos el producto y la tasa de inflación, esta última el único costo relevante de mantener

dinero. De hecho, la ley limitaba el nivel máximo de las tasas de interés nominales de modo tal que la tasa de interés real era siempre negativa. Como consecuencia, los mercados financieros formales eran mínimos e ineficientes: no era posible ni siquiera pensar en operaciones de mercado abierto, y las operaciones de movimientos de capitales se controlaban rigurosamente, lo que incluía fuertes controles sobre las operaciones corrientes para tratar de limitar las filtraciones.

Por otra parte, se reconocía también la existencia de presiones de costos, las más obvias dependientes de la indización generalizada de los salarios a la inflación pasada como base mínima de los reajustes. Para estimarlas, Jorge Cauas desarrolló un modelo de presiones de costos basado en los salarios, las utilidades de las empresas —lo que suponía formación de precios a base de sobreprecio (*markup*)— y el costo de las importaciones reflejado en un traspaso perfecto e instantáneo de los movimientos cambiarios producto de la larga experiencia inflacionaria del país. Además, se agregaba un factor de cambios en la productividad, estimado en forma independiente, que aliviaba las presiones provenientes del resto del modelo de costos y reflejaba diferencias entre el producto efectivo y el potencial. Las ponderaciones correspondientes a los argumentos del modelo se estimaron utilizando un cuadro de insumo-producto para la economía chilena, el primero de tal tipo en nuestra economía. Los detalles están publicados en un artículo de Cauas en el *Journal of Political Economy* de julio-agosto de 1970.

La política cambiaria

Para elaborar la política, consideramos las formas posibles de actuar directamente sobre las presiones de costos incluyendo, por ejemplo, fórmulas para evitar que el reajuste de remuneraciones excediese el aumento de los precios en el año anterior lo que, con inflación decreciente, ya implicaba un aumento de las remuneraciones reales promedio. En cuanto a la política cambiaria, decidimos, ya en noviembre de 1964, romper la tradición, preconizada entonces por los organismos internacionales, de tipo de cambio fijo con ajustes fuertes solo a medida que se hacían inevitables y reemplazarla, por primera vez, por una de ajustes pequeños y frecuentes al tipo de cambio.

Considerábamos la mayor flexibilidad cambiaria un ingrediente importante de la política monetaria. Curiosamente, en paralelo y sin comunicación con nosotros, John Williamson escribía su artículo sobre lo que luego se denominó “sistema de tipo de cambio reptante”. La nueva política cambiaria se puso en práctica en marzo de 1965, luego de las elecciones parlamentarias.

Esperábamos que el tipo de cambio, dentro del espacio macroeconómico disponible, permitiera defender y acrecentar las reservas internacionales que, en términos netos, se habían mantenido en cifras negativas durante décadas. Así, no asignábamos al tipo de cambio un rol amortiguador de impactos externos sino el papel básico de generar algún grado adicional, aunque limitado, de libertad en la política monetaria.

Otros instrumentos de política económica

Profundos cambios de estructura, incluyendo una reforma agraria, acompañaban la política antiinflacionaria. Por lo demás, el solo anuncio de metas de inflación constituía una innovación importante de política económica que seguramente afectaría, junto con las reformas de estructura, la conducta de los agentes.

El modelo permitía estimar las presiones de costos mínimas que habría que aceptar, y la función de demanda de dinero proyectaba el crecimiento monetario requerido para evitar que la inflación fuese más lejos que dichas presiones de costos. La idea era evitar que la política monetaria impulsara la inflación más allá de esas presiones y, a la vez, que una expansión monetaria insuficiente acrecentara el desempleo. No disponíamos de la estimación de una curva de Phillips, pero era claro que esto requería, como se sabe hoy, del enfoque antiinflacionario gradual que evidenciaban las metas de inflación decrecientes en el tiempo.

El control de la expansión monetaria estaba más allá de la capacidad de los instrumentos disponibles. A pesar de que las expectativas del sector privado se suponían adaptativas, la falta de instrumentos impedía al Banco Central actuar con mayor firmeza, como se recomienda hoy, frente a impactos de costos. Fue necesario inventar sustitutos de las operaciones

de mercado abierto basados en el manejo de los encajes bancarios; sustitutos del manejo de la tasa de interés mediante un “impuesto inflación” a dicha tasa manejado por el Banco Central; sustitutos a la existencia de un mercado financiero de largo plazo, iniciando la emisión por parte del Banco Central de los llamados Certificados de Ahorro Reajustables, el primer papel reajutable en el país.

Estos, y otros instrumentos creados en esa época, eran sustitutos ineficientes de un funcionamiento normal de los mercados. Sin embargo, ayudaron a manejar una situación que, de otro modo, habría sido insostenible.

Una primera lección extraigo de esta experiencia. Siguiendo el viejo adagio de que la necesidad crea el órgano, fue la propia situación la que generó la necesidad de crear nuevos instrumentos y mejorar los existentes. En un sentido muy real, los instrumentos son en medida importante endógenos al entorno económico-social. Por tanto, en principio, los prerrequisitos para poner en marcha un esquema de metas de inflación son menos exigentes de lo que aparece en una buena parte de la literatura más reciente. Sin embargo, la generación de nuevos instrumentos no es instantánea, por lo que confiar en la endogeneidad de su desarrollo puede tener un alto costo de transición y, como veremos, puede aumentar la probabilidad de fracaso de la política.

Coherencia entre objetivos e instrumentos

Seguir ahondando en la política monetaria de hace cuatro décadas nos alejaría del tema de hoy. Pero permítanme recordar que las metas de inflación, para sorpresa (y alegría) de las más altas autoridades políticas de la época, se cumplieron estrictamente (o casi), en 1965 y 1966. Sin embargo, eran metas del Gobierno y no solo del Banco Central. El conjunto de reformas de estructura propuesto aunó en la oposición a los sectores más diversos, y el ataque político se concentró en lo que parecía lo más vulnerable: el programa económico y, en particular, la política antiinflacionaria.

Diversos sectores políticos empujaron incrementos de costos impulsando, entre otras cosas, fuertes presiones sindicales para llevar los reajustes salariales más allá de lo compatible con las metas de inflación. Esto

generó una posición fiscal mucho más expansiva de lo previsto. Los instrumentos no eran suficientes para poner un mayor énfasis en la política monetaria, y las propuestas de ley hechas por el Ministro de Hacienda para enfrentar esta situación no lograron apoyo en el Congreso. El ministro Molina debió renunciar a sus cargos en Hacienda y Banco Central, y se decidió entonces separar ambos cargos, un paso positivo hacia una mayor independencia de este último.

Eso me llevó a la presidencia del Banco, y a Jorge Cauas a la vicepresidencia, en circunstancias muy difíciles, en las que se hizo imposible continuar con el anuncio de metas de inflación, reconociendo la limitación de los instrumentos monetarios para enfrentar las presiones de costos. Privilegiamos entonces la protección del sector externo de la economía, continuando con persistencia la política de ajustes pequeños y frecuentes al tipo de cambio. Dicha política, sobreviviente del esquema original, tuvo gran éxito en proteger el sector externo, permitir eliminar o reducir muchos de los controles administrativos y financieros en vigor y aumentar las reservas internacionales, a pesar de las reformas de estructura en marcha.

La falta de compatibilidad entre objetivos e instrumentos surgió así como un elemento clave en las probabilidades de éxito del esquema de metas de inflación. En la discusión actual sobre sus prerequisites, a pesar de reconocer la endogeneidad de muchos instrumentos, me pongo más bien en la posición más exigente. Una alternativa obvia es la de ser menos ambicioso en la formulación de las metas, pero ello debe ir necesariamente acompañado de metas exigibles para la creación o mejoramiento de los instrumentos y mercados necesarios.

Permítanme un comentario muy personal: recordé esa experiencia cuando, hacia fines de los noventa, nos preparábamos para dejar flotar el tipo de cambio. Antes de hacerlo, pavimentamos el camino introduciendo los prerequisites necesarios.

Reseña del libro

El libro que presentamos hoy cubre, en los catorce artículos que contiene, el enfoque de metas de inflación con gran rigurosidad científica tanto en el análisis como en los métodos. Es un conjunto de

trabajos que empuja un poco más lejos la frontera del conocimiento económico en la formulación teórica y en la evaluación empírica de hipótesis alternativas.

La introducción, de Frederic Mishkin y Klaus Schmidt-Hebbel, contiene una sucinta pero completa revisión de la bibliografía reciente sobre metas de inflación. A partir de dicha revisión, se formulan trece cuestiones fundamentales que los artículos siguientes enfocan, y destaca el aporte de cada uno de ellos así como las lecciones generales que es posible extraer del volumen en su conjunto.

Anne Krueger resalta las ganancias de bienestar que se derivan de un ambiente de inflación reducida y señala desafíos y campos de investigación adicional para seguir capturando los beneficios de la inflación más baja.

Pierpaolo Benigno y Michael Woodford desarrollan un modelo que vincula las políticas monetaria y fiscal bajo condiciones tanto de endogeneidad como de exogeneidad de la política fiscal. Concluyen que hay una amplia gama de circunstancias en el campo fiscal en las que una política monetaria óptima incluye la formulación de metas explícitas de inflación a las cuales es necesario volver rápidamente frente a diversos *shocks*. Al leerlo, pensé en lo valioso que es en Chile el complemento de metas de inflación con metas explícitas de resultados fiscales a través del ciclo.

Athanasios Orphanides y John Williams emprenden una búsqueda de políticas monetarias óptimas frente al conocimiento imperfecto presente en las sociedades reales. Utilizando un modelo estimado para los Estados Unidos, concluyen que, contrario a las conclusiones bajo supuestos de expectativas racionales, el conocimiento imperfecto genera modificaciones importantes en el diseño de una política monetaria óptima. En la tradición wickselliana, concluyen que reglas simples basadas en cambios en la tasa de interés cuando los precios se apartan del nivel establecido como meta funcionan mejor que otras alternativas.

Stephanie Schmitt-Grohé y Martín Uribe utilizan un modelo con fricciones y rigideces que explica bastante bien las fluctuaciones económicas en los Estados Unidos. Concluyen que, en el modelo estudiado, la reacción óptima de la tasa de interés responde con

fuerza a las desviaciones de la inflación de precios y de salarios respecto de la meta establecida. También al leerlo recordé nuestra experiencia de los años sesenta: no teníamos los instrumentos apropiados para hacerlo.

Lars Svensson señala las ventajas de utilizar una función objetivo intertemporal explícita por parte de la autoridad monetaria que implementa metas de inflación, así como de cuidar la transparencia. Argumenta también en favor de proyectar distribuciones de probabilidad más que puntos medios, lo que el Banco Central de Chile ya realiza. En cuanto a la función objetivo, me parece que cualquier función explícita debe implicar un compromiso no solo del Banco Central sino del conjunto de las autoridades económicas. Ciertas políticas no monetarias pueden aumentar sustancialmente el *tradeoff* entre crecimiento e inflación, lo que arrojaría sobre el Banco Central una responsabilidad del sacrificio en crecimiento que no estaría en condiciones de asumir. Este aspecto del tema no es para nada trivial.

Carl Walsh utiliza un modelo neo-keynesiano simple para estudiar el rol de información de la política y de los anuncios, concluyendo que el impacto que el instrumento de política tenga sobre la inflación dependerá de la información que él transmita al público. Recomienda que los bancos centrales hagan anuncios específicos sobre sus intenciones al usar el instrumento, pero advierte que la transparencia absoluta solo es óptima en condiciones de superioridad de información por parte del banco central.

Stephen Cecchetti y Stefan Krause exploran los méritos relativos de usar metas de inflación o metas para la senda del nivel de precios. Concluyen que, en una gran variedad de circunstancias, metas mixtas se aproximan mejor al óptimo que cada una de ellas por separado. Concluyen también que el grado de persistencia de los precios es en cierta medida endógeno a las metas de inflación, por lo que estas se parecen mucho, a la larga, a las metas de senda de precios. Destacan que la velocidad a la cual se busque converger a la meta dependerá de la ponderación que las variaciones en el producto tengan en la función objetivo del banco. Esto, de nuevo, me recuerda nuestro enfoque gradual de los sesenta, resistido entonces por muchos.

Mishkin y Schmidt-Hebbel, en un muy completo y acucioso estudio, comparan países con metas de inflación y países sin ellas en sus resultados económicos globales. Constatan que los países emergentes que las aplican han experimentado una mejora notoria en sus resultados, pero que no puede afirmarse que estos resultados superen los de países industriales que no las aplican. Esto me hizo pensar en que muchos países que no usan metas públicas de inflación son, en realidad, usuarios clandestinos de ellas a los que solo les falta anunciarlas públicamente; que los agentes, de todos modos, las perciben.

Sebastián Edwards explora la relación entre tipos de cambio y metas de inflación. Concluye que el traspaso del tipo de cambio a la inflación ha disminuido en los países que utilizan metas de inflación y que, en tres de cinco países, la volatilidad cambiaria se ha incrementado. Agrega algo que para mí es una sorpresa frente a los resultados anteriores: que no parece haber cambios en el grado de efectividad del tipo de cambio nominal como amortiguador de impactos.

Refet Gürkaynak, Andrew Levin, Andrew Marder y Eric Swanson comparan los casos de Canadá, Chile y Estados Unidos en materia de anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, utilizando las diferencias entre tasas de bonos de largo plazo nominales e indizados. Comparan las predicciones de dos modelos macroeconómicos neo-keynesianos con la realidad, poniendo énfasis en los componentes sorpresivos de la información. Concluyen que, mientras en los Estados Unidos las tasas nominales de interés de largo plazo y su diferencia con las tasas de bonos indizados son excesivamente sensibles a la información económica y los anuncios de política monetaria, ello no ocurre en Canadá y tampoco en Chile. Esto es una indicación de que la política de metas de inflación ancla mejor las expectativas de largo plazo.

Nicoletta Batini y Douglas Laxton, comparando países emergentes con y sin metas de inflación, concluyen que la política de metas de inflación es superior a otras tanto para anclar las expectativas como para reducir la probabilidad de crisis. Analizan también las precondiciones para su aplicación, y concluyen que no parece haber precondiciones limitantes. A pesar de esta conclusión esperanzadora, les recuerdo la experiencia chilena de los años sesenta, en particular los

costos de transición mientras se ponen en su lugar las instituciones, instrumentos y mercados necesarios.

Rodrigo Caputo, Felipe Liendo y Juan Pablo Medina examinan la experiencia chilena usando un modelo de equilibrio general aumentado con fricciones y rigideces de precios y salarios, así como ciertas rigideces reales como la formación de hábitos. Encuentran que estas rigideces contribuyen a mejorar el ajuste del modelo. También que el costo en producto de reducir la inflación existe debido a la presencia de rigideces, y que ese costo se ha reducido en los últimos años, talvez como resultado de la propia política de metas de inflación.

Luis Felipe Céspedes y Claudio Soto abordan en este último punto. Comparando expectativas de inflación del sector privado obtenidas de encuestas con el punto medio del rango meta de inflación, señalan que la credibilidad de la meta ha aumentado. Luego, utilizando una curva de Phillips neo-keynesiana, concluyen que el costo en producto de reducir la inflación ha disminuido con el aumento de credibilidad y que, como consecuencia, el Banco Central puede responder más activamente a los cambios en la tasa de inflación.

Conclusión

El libro *Monetary Policy under Inflation Targeting* constituye una contribución en la frontera del conocimiento al examen y perfeccionamiento de la política de metas de inflación. Es, en mi opinión, lo mejor que se ha escrito al respecto, y una adición indispensable a las bibliotecas personales e institucionales de todos los interesados en los temas de política monetaria e inflación. La política de metas de inflación, con independencia del banco central, instrumentos apropiados, transparencia y credibilidad, funciona, aunque admite afinamientos.

Un comentario final: este es un libro dirigido a los profesionales de la economía. Su lectura no es fácil, pero el esfuerzo bien vale la pena. Talvez el Banco Central de Chile podría hacer una contribución adicional a la transparencia buscando la forma de poner al alcance de una audiencia más amplia el nuevo, y muy valioso, conocimiento adquirido gracias a este libro.