



**CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Ensayos

Metas de inflación: la experiencia británica

William A. Allent

**CENTRE FOR CENTRAL BANKING STUDIES
BANK OF ENGLAND**



Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente ensayo de William A. Allen, del original publicado en inglés, con el título *Inflation Targeting: The British Experience*, por el Centro de Estudios de Banca Central, del Banco de Inglaterra, en *Handbooks in Central Banking: Lecture Series*, nº 1, Londres EC2R 8AH, enero de 1999. Conferencia presentada en el Banco de Corea el 22 de septiembre de 1998. El autor y el Centro de Estudios de Banca Central no se hacen responsables de la exactitud de la traducción en español de este trabajo, cuya venta está prohibida en todo o en parte, ya sea como folleto individual o mediante su inclusión en otra publicación.
© *Copyright in English language, Bank of England.*

Documento de distribución gratuita y exclusivo para los miembros asociados y colaboradores del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

ENSAYOS

Metas de inflación: la experiencia británica

William A. Allen

78

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

Primera edición, 2007

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2007
Durango nº 54, México, D. F., 06700
Prohibida su venta

Impreso y hecho en México
Printed and made in México

Resumen

Esta conferencia describe la experiencia del Reino Unido con las metas de inflación. También proporciona una perspectiva histórica de la introducción de las metas de inflación, discute el concepto de objetivos inflacionarios, y compara el régimen de metas de inflación con regímenes de fijación de tipo de cambio y de oferta monetaria. Hay que mencionar que las metas de inflación están basadas en la suposición de que la baja inflación es el objetivo apropiado de la política monetaria.

Una pieza importante de la conferencia cubre el tema de medición de inflación. Se discute si los valores de los activos deben ser tomados en cuenta en la medida inflacionaria y si esto se asemeja en particular a la experiencia del Japón a finales de la década de los ochenta. También se consideran fuentes de imperfección en las mediciones tradicionales. Se concluye que la política monetaria tendrá que ser conducida por referencia para estimar los índices de precios que no cumplan el concepto ideal pero esto no se considera como un menoscabo grave del régimen meta de inflación. La conferencia revisa los temas de: *i*) con una banda meta para la inflación o no; *ii*) la dificultad de pronosticar la inflación; y *iii*) el horizonte temporal donde la política monetaria debe apuntar.

La conferencia destaca el papel importante que la apertura y transparencia desempeñan al lograr la credibilidad en la política monetaria. Se destacan cinco procesos que actualmente utiliza el Reino Unido, y señalan algunos de los beneficios que emergen de la naturaleza abierta y transparente del enfoque utilizado en el Reino Unido. Se concluye que la advertencia de una fijación de meta inflacionaria no promete hacer fácil la política monetaria sino que tiene la virtud de centrar su atención en muchos temas técnicos que necesitan ser resueltos en la conducción de la política monetaria.

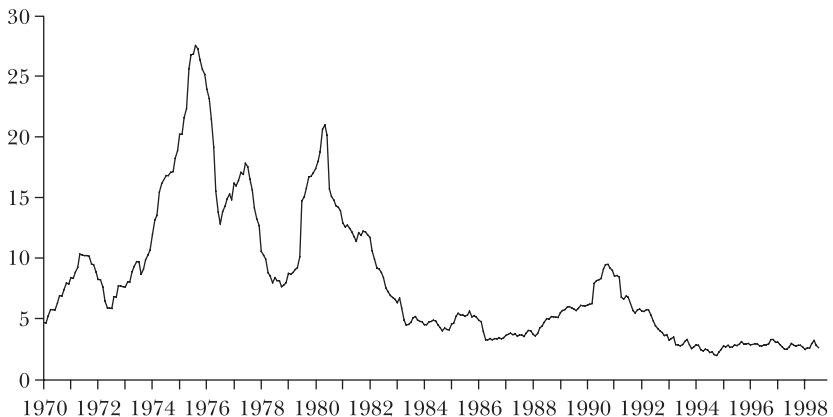
I. Introducción

Ahora me gustaría describirle la experiencia del Reino Unido sobre metas de inflación, esperando que pueda ser de su interés y quizás útil. No presumiré en hacer cualquier recomendación de como se debe conducir una política monetaria en Corea del Sur, sino que discutiré algunos de los temas y asuntos que amablemente han identificado como parte de su interés.

Antes de empezar, permítanme comentar, que ocupé el cargo de Presidente de la División de Moneda Extranjera del Banco de Inglaterra en 1992 cuando el Reino Unido se retiró del Mecanismo Europeo del Tipo de Cambio. Ese episodio fue una experiencia que no quisiera repetir, pero tal vez signifique que pueda entender un poco las experiencias que han debido vivir durante la crisis financiera del invierno pasado.*

El Reino Unido no es el único país que utiliza metas de inflación, ni tampoco lo creamos. El primer país en introducirlas fue Nueva Zelanda en 1989; otros usuarios incluye: Canadá, Australia, Israel,

GRÁFICA I. INFLACIÓN RPIX³ DESDE 1970 (TIPO DE CAMBIO PORCENTUAL CON RESPECTO AL AÑO ANTERIOR), 1970-98



³ El RPIX es la medida de inflación de precios minoristas en el Reino Unido que excluye los pagos de interés hipotecario.

* Nota del editor: La crisis financiera a la que se refiere, sucedió en 1997, afectando no sólo a Corea del Sur sino también a otras naciones del Sudeste Asiático.

Suecia y la República Checa. El Banco Central Europeo aún no ha decidido su estrategia de política monetaria, pero es probable que incorpore elementos de metas de inflación. En Estados Unidos, ha habido una seria discusión sobre la posibilidad de utilizar metas de inflación.

El Reino Unido comenzó a usar las metas de inflación a fines de 1992, y sería útil iniciar con una pequeña reseña histórica. Después de la desintegración del sistema Bretton Woods a inicios de los setenta, el Reino Unido tuvo un tipo de cambio variable y una tasa de inflación creciente pero inestable que alcanzó cerca de 25% en 1975 (véase gráfica I). Estaba claro que se cometieron errores graves en la conducción de la política monetaria a inicios de los años setenta, basada en la creencia errónea que había un intercambio estable entre el desempleo y la inflación, en otras palabras una curva de Phillips¹ estable. También se volvió cada vez más comprensible que el control de inflación era una precondition necesaria para el logro de otros objetivos de política económica y, por lo tanto, tuvo que asignársele una prioridad máxima entre éstos.

Durante veinticinco años, desde ese entonces, la tasa de inflación se ha reducido diez veces, aproximadamente de 25 a 2.5%. La caída de la tasa de inflación no ha sido uniforme ni continua, ha habido muchas crisis, y hemos utilizado un número de diferentes técnicas de política monetaria. Las metas de inflación son la más reciente técnica de todas ellas, adoptada después de retirarnos del Mecanismo Europeo del Tipo de Cambio en septiembre de 1992, y que ha sido el más duradero. Sin embargo, debo afirmar que nuestros propios procedimientos de metas de inflación aún se están desarrollando y que en el transcurso del tiempo ganamos cada vez más experiencia. No conocemos todas las respuestas. En particular, no tenemos experiencia sobre metas de inflación durante una fase descendente del ciclo.

Las metas de inflación están basadas en la suposición de que: la baja inflación es el objetivo apropiado para la política monetaria. En el Reino Unido, la suposición está basada en la desafortunada experiencia de tratar de alcanzar otros objetivos mediante la política monetaria. Ahora no tengo intención de pasar el tiempo tratando de justificar la suposición de que la estabilidad de precios

¹ La curva de Phillips se origina con la observación de A. W. Phillips de 1958 acerca de una relación estable entre el desempleo y el tipo de cambio de salarios nominales en el Reino Unido de 1861 a 1957

deba ser el objetivo apropiado de la política monetaria. No obstante, señalo que el Banco de Corea ahora está obligado por la ley a fijar cada año la meta de estabilidad de precios de acuerdo con el gobierno.

Ha habido quejas en el Reino Unido contra el banco central, que seguir un modelo de metas de inflación significa que no se toma interés por la producción y el empleo. Esta es una concepción errónea, porque las metas de inflación como se especificó es, actualmente, simétrica en el Reino Unido. Sería tan serio un error de la política que la inflación se ubique por debajo de la meta como si se ubicara por encima de la misma, y si se espera que la inflación se ubique por debajo de la meta, es deber del Banco de Inglaterra suavizar la política monetaria. Además, el Banco de Inglaterra, está requerido por ley para apoyar la política económica del gobierno, incluyendo sus objetivos para el crecimiento y empleo, sujeto a hacer caso omiso de su objetivo de conservar la estabilidad de precios.

Ahora, me gustaría exponer brevemente acerca de la experiencia histórica de varias técnicas de política monetaria, en general, antes de pasar a los aspectos técnicos de las metas de inflación de manera detallada. Finalmente, comentaré un poco sobre la apertura y transparencia en la política monetaria.

II. Experiencia histórica de las técnicas de política monetaria

Antes de la década de los setenta, era normal que la política monetaria estuviera dirigida a la estabilidad de precios. En efecto, el patrón oro fue equivalente a una norma de como conducir la política monetaria con el fin de lograr precios estables.

Asimismo, el sistema monetario internacional diseñado en la conferencia de Bretton Woods, en 1944, fue un tipo de dólar estándar, que se mantuvo hasta los inicios de los años setenta, cuando la tensión entre las políticas perseguidas por Estados Unidos y los objetivos sobre la estabilidad de precios de otros países resultó insostenible.

Después de que el sistema Bretton Woods se disolvió, los países industrializados tuvieron que encontrar sus propias técnicas para lograr una baja inflación en lugar de esperar y suponer que el trabajo estaba hecho para ellos por la combinación de un tipo de

cambio fijo contra el dólar y el éxito de la política monetaria de Estados Unidos en mantener baja la inflación.

Hace algún tiempo, estas técnicas se dividieron en tres grupos:

- Acuerdos de tipo de cambio regional. El ejemplo más importante dentro de esta categoría es el Mecanismo Europeo de Tipo de Cambio desarrollado dentro del bloque del marco alemán (DM, por sus siglas en inglés), en que el DM es la moneda clave (ya que el dólar se encontraba en el sistema de Bretton Woods) y los demás miembros siguen políticas monetarias que obligan a seguir el ejemplo de Alemania. El éxito de dicho acuerdo ha dependido de la relativa estabilidad de Alemania en lograr una baja inflación; para otros miembros el tipo de cambio contra el DM ha representado un objetivo de política monetaria intermedia, siendo el objetivo final la baja inflación. El Mecanismo de Tipo de Cambio será en poco tiempo transferido a la Moneda Única Europea.
- Metas monetarias: si existe una relación estable entre uno o más agregados monetarios y el nivel general de precios, entonces, la política monetaria puede estar dirigida a una tasa de crecimiento particular del agregado monetario (objetivo intermedio) compatible con la baja inflación.
- Técnicas que no involucran metas intermedias específicas. Algunos países han logrado manejar la política monetaria sin recurrir a objetivos intermedios específicos: quizás el ejemplo más llamativo es el de Estados Unidos, más o menos, durante los últimos diez.

La historia de las metas intermedias ha mostrado diversos matices. Los desarrollos sobre tipo de cambio en Europa, desde inicios y hasta mediados de los noventa, fueron turbulentos y muchos países, incluyendo el Reino Unido, abandonaron la fijación de tipo de cambio. En lo que concierne a las metas monetarias, las relaciones estables entre agregados monetarios y el nivel de precio, en que éstas dependen, han fracasado en muchos casos, especialmente cuando los mercados financieros han sido liberalizados. El peligro de administrar una política monetaria sin objetivo intermedio es que sin un objetivo claro y explícito, la política podría volverse fácilmente incoherente y producir resultados desfavorables, aunque no sea una acusación que se pueda hacer contra la política monetaria reciente en Estados Unidos.

III. Metas de inflación

En muchos casos, las metas de inflación han sido introducidas cuando algunas otras técnicas de política monetaria han fracasado. Por ejemplo, Canadá las introdujo después de que las metas monetarias hubieron fracasado. En ese entonces, el Gobernador del Banco de Canadá citó lo siguiente: “no abandonamos las metas monetarias, estas nos abandonaron”. Finlandia, Suecia y el Reino Unido introdujeron las metas de inflación después de abandonar el régimen de tipo de cambio fijo. (En efecto, ahora Finlandia ha vuelto a utilizar el tipo de cambio fijo al integrarse a la Moneda Única Europea.)

Las metas de inflación son conceptualmente diferentes de las metas monetarias y de tipo de cambio, en un importante sentido, a saber: las acciones de política monetaria normalmente afectan a los agregados monetarios y al tipo de cambio más rápidamente de lo que afectan a la inflación. En efecto, se reconoce ampliamente que las acciones de política monetaria afectan a la inflación sólo después de un prolongado retraso, quizás de dos años o más. Esto origina dos consecuencias importantes:

- Implica que la credibilidad pública de una política de metas de inflación depende no del logro de un objetivo intermedio que el público puede controlar continuamente y que se piensa que es un indicador guía a la futura inflación, sino más bien, de la credibilidad de una promesa de lograr una meta inflacionaria en el futuro distante. Esto a su vez depende de si el público cree que la política monetaria seguirá siendo dirigida hacia el objetivo de estabilidad de precios y que los objetivos de política monetaria no cambiarán. Si me hago la pregunta de por qué el Reino Unido no introdujo una meta inflacionaria a inicios de los setenta, la respuesta es tal vez que, en aquella época, el público no habría creído en que la política monetaria continuaría dirigida hacia la meta de inflación, ya que la creencia de un intercambio a largo plazo entre la inflación y el desempleo eran aún eminentes. Se requirió un objetivo de seguimiento continuo.
- Esto significa que era preciso un procedimiento adicional para determinar lo que ahora la política requiere para lograr la meta de inflación en el futuro. El procedimiento adicional en cuestión debe, como consecuencia lógica, incluir un pronóstico de

inflación que asuma la política monetaria invariable y un estimado de cómo la futura inflación posiblemente sea afectada por los cambios en la fijación actual de instrumentos de política monetaria (por ejemplo, las tasas de interés). En un sentido, el pronóstico de inflación tiene el mismo estado lógico en la meta de inflación, como lo tiene el agregado monetario en una meta monetaria y como lo tiene el tipo de cambio en una meta de tipo de cambio.

Se han lanzado algunas críticas sobre el hecho de que las metas de inflación está lógicamente confiado en que los pronósticos representa una debilidad de la técnica, porque los pronósticos no son inherentemente de confianza. Esta es una concepción errónea. *Cualquier* técnica de política monetaria tiene que tomar en cuenta el hecho de que los cambios hechos actualmente en la política no afecten la inflación hasta algún tiempo en el futuro. En realidad, la mayoría de los instrumentos de política económica surten efecto sólo después de un tiempo de rezago. Como ya mencioné, las metas de inflación requieren de un pronóstico de inflación y un estimado sobre como la inflación posiblemente podría salir afectada por los cambios en los instrumentos de política monetaria. Fundamentalmente, la búsqueda de una baja inflación por medio de cualquier técnica requiere hacer lo mismo. Por ejemplo, el uso de las metas monetarias tiene que estar basado en la suposición sobre la relación entre el crecimiento de la moneda presente y la futura inflación, y en verdad, si el instrumento de política es la tasa de interés, como usualmente lo es, se necesita una suposición adicional sobre la relación entre tasas de interés presentes y el futuro crecimiento monetario. La diferencia al respecto sobre las metas de inflación y la fijación de metas monetarias no es que las metas de inflación hagan pronósticos necesarios, sino más bien que las metas de inflación tengan la necesidad de hacer pronósticos explícitos en lugar de implícitos. Comentaré más sobre los pronósticos posteriormente.

En la aplicación práctica, ha habido menos diferencia entre metas de inflación y las metas monetarias de lo que se pueda imaginar. En Alemania, por ejemplo, las metas monetarias han sido empleadas por veinte años y durante ese tiempo se ha vuelto evidente que las relaciones asumidas entre las tasas de interés y el agregado monetario de la meta y, entre el agregado monetario de la meta y la inflación, no son completamente estables ni predecibles. En la práctica, el Deutsche Bundesbank ha reconocido este hecho en la

conducción de la política monetaria. Los resultados han sido que a menudo no logran alcanzar las metas monetarias y que, al final, la política monetaria quizás no ha sido muy diferente de lo que podría haber sido una continuación de metas de inflación. La mayoría de los estudios empíricos de la política monetaria alemana apoyan esta perspectiva.

Las diferencias entre el establecimiento de metas de inflación y metas de tipo de cambio son más notables que las diferencias entre metas de inflación y las metas monetarias, tanto en la teoría como en la práctica. No cabe duda, que las metas de tipo de cambio sólo pueden llevarse a cabo si existe una relación predecible entre el tipo de cambio y la futura inflación, como en el caso de las metas monetarias. Pero no todos los países pueden seguir una política de metas de tipo de cambio, por razones obvias. De alguna manera, tiene que existir lo que se conoce como una moneda de un país ancla cambiaria, que fija un estándar a través del uso de una política monetaria diferente, y en gran medida, los países que definen el tipo de cambio contra la moneda de anclaje recurren a las técnicas de política monetaria del país en cuestión, así como a la credibilidad de su política monetaria. A nivel práctico, mientras es posible salir temporalmente de las metas monetarias si las relaciones subyacentes parecen haber cambiado, por lo general no es posible salir temporalmente de las bandas cambiarias meta sin que se produzca una pérdida severa de credibilidad.

IV. La especificación de la meta de inflación

Es fácil decir que la meta de la política monetaria es la estabilidad de precios. Es mucho más complicado especificar lo que significa en términos de cantidades observables.

El número de decisiones necesarias para fijar una meta de inflación incluyen:

- ¿Cuál índice de precios y en qué nivel se debe fijar esta meta?
- ¿Debe haber una banda meta, y de ser así, qué tan amplia debe ser?

1. ¿Cuál índice de precios y en qué nivel se debe fijar esta meta?

La medida de inflación por sí misma es un tema importante,

independiente de la elección de técnica de política monetaria. El uso de las metas inflacionarias simplemente hace más obvia su importancia. Puede parecer que el tema de la medida sea un asunto del detalle, no obstante, este plantea algunas preguntas fundamentales y me gustaría discutir dos de ellas:

a) ¿Consumo presente o consumo presente más consumo futuro?

La primera pregunta es sobre los valores de los activos y la política monetaria. Por principio, ¿el índice escogido debe representar los precios de los bienes y servicios sólo para consumo inmediato o debe representar los precios del consumo de los bienes y servicios tanto para el consumo presente como futuro? Alchian y Klein (1973) afirman que el objetivo de política monetaria apropiado debe estar definido en términos de un índice del consumo presente y consumo futuro, porque un índice reducido a los bienes y servicios para el consumo presente falla en reconocer el alcance para la sustitución intertemporal en el consumo. En otras palabras, según Alchian y Klein, los índices de precios usados para los fines de política monetaria deben incluir no sólo los precios de los bienes y servicios para el consumo presente sino también los precios de las demandas actuales por bienes y servicios futuros.

En la práctica, los índices de precios al consumidor disponibles no son índices de precios para bienes y servicios del consumo actual únicamente, ni tampoco son índices de precios de bienes y servicios para consumo presente y de las demandas actuales de consumo futuro. Desde luego, éstos incluyen precios de bienes y servicios para el consumo presente, pero también incluyen precios que proporcionan servicios de bienes duraderos al consumidor por algún periodo en el futuro, hasta que estos se agoten. Pero los índices disponibles de precios no incluyen precios de demanda actual por bienes y servicios para consumo futuro en lugar de los servicios proporcionados para los bienes duraderos que puedan ser adquiridos ahora.

Con algunas excepciones, los mercados para bienes y servicios futuros no existen, y por consiguiente no hay posibilidad alguna de producir un índice de precios del tipo indicado como deseable según Alchian y Klein. Pero la lógica del argumento es convincente y como Alchian y Klein indican (p. 176): “como los activos son fuentes de servicios futuros, los valores de los activos proporcionan indicios acerca de los precios de la demanda actual de bienes

y servicios para consumo futuro”. En otras palabras, la implicación práctica del argumento de Alchian y Klein es que la política monetaria debe tomar en cuenta los valores de los activos, así como los índices de precios convencionales. Aun los valores de los activos necesitan ser interpretados minuciosamente, tal como Alchian y Klein señalan. Por ejemplo, un cambio en el precio de un activo puede ser causado simplemente por una reevaluación de su rendimiento probable, es decir, una reevaluación de la cantidad o calidad de bienes y servicios que el activo particular en cuestión espera producir en el futuro. Un cambio en el valor del activo causado de esta manera no implica ningún cambio en el precio de la generalidad de demanda actual de bienes y servicios para consumo futuro. Además es importante distinguir los cambios en los precios relativos entre activos y cambios de los precios de los bienes y servicios para el consumo presente relativo al precio de la demanda actual de bienes y servicios para consumo futuro, a partir de cambios en el nivel general de precios. Todos estos problemas de interpretación son análogos de problemas que surgen en la interpretación de índices de precios convencional.

Sería posible llegar a la misma conclusión para la política monetaria por una vía diferente, sin tomar en cuenta el argumento de Alchian y Klein. Supongamos que la política monetaria esté enteramente interesada por los precios de los bienes y servicios para el consumo inmediato. La tasa de inflación de estos precios no se ve afectada inmediatamente por las acciones de la política monetaria: existe un tiempo de rezago. Así, la política monetaria tiene que preocuparse en manejar la tasa de inflación futura y tiene que basarse en un pronóstico sobre cómo será la tasa de inflación futura. El pronóstico estará influenciado por el estado actual de un rango amplio de variables económicas, incluyendo los valores de los activos. En otras palabras, no es difícil justificar la afirmación de que la política monetaria debe considerar los valores de los activos. Smets (1997) analiza exactamente como la política monetaria debe reaccionar ante el cambio de los valores de los activos.

La importancia práctica de los desarrollos sobre valores de los activos para la política monetaria está ilustrada por la experiencia de la “burbuja económica” ocurrida en Japón a finales de los años ochenta,² aunque esa no es la única ilustración histórica relevante

² Mis agradecimientos al señor Yutaka Yamaguchi, del Banco de Japón, por provocar esta idea.

con que se pueda contar. La inflación, tal como fue medida por el índice de precios al consumidor era baja: resultando menor a 4% a lo largo del periodo 1983-1990, pero hubo grandes aumentos en los precios de las acciones y los terrenos. Los precios de las acciones casi se triplicaron entre fines de 1985 y el punto máximo en el mercado en 1989. El índice de precios de terrenos comerciales en las grandes ciudades se revalorizó en más del doble de su nivel a fines de 1985. En otras palabras, los precios de los bienes y servicios para el consumo presente fueron bastante estables, pero estaba claro que a partir de las alzas en los valores de los activos que, aunque los precios de demandas actuales por bienes y servicios para el consumo futuro no puedan estar medidos directamente, éstos de todas maneras se elevaron rápidamente. La política monetaria no respondió prontamente al alza en el valor de los activos, en efecto, las tasas de interés a corto plazo disminuyeron en 1986 y 1987. Cuando la política monetaria se ajustó en 1989 y 1990, hubo efectos extremadamente destructivos en los mercados de activos y en la economía japonesa. Las cotizaciones bursátiles disminuyeron en más de 50% entre 1989 y 1992, y los precios del terreno urbano han ido disminuyendo de manera continua desde el punto máximo por siete años consecutivos. La caída de los valores de los activos tuvo efectos muy serios en la posición patrimonial de los bancos comerciales del Japón, que habían colocado un gran número de créditos garantizados con activos, cuyos valores descendieron bruscamente. Como todos saben, la economía japonesa entró en un periodo de estancamiento del cual aún no se ha recuperado.

Hoy en día, se reconoce globalmente que, con el beneficio de la retrospcción, habría sido preferible que la política monetaria hubiera sido más estricta a finales de los años ochenta en la medida que el valor de los activos crecía, aunque, según los índices convencionales, la inflación de los precios al consumidor no fue excesiva. La estrechez de las metas de inflación no habría sido suficiente.

b) Problemas de medida

Desde la mayoría de las perspectivas, el objetivo principal de toda actividad económica es producir la satisfacción del consumidor y el índice de precios ideal para el consumidor mediría el costo monetario para lograr un nivel particular de satisfacción, o la utilidad

[véase Fischer y Shell (1972)]. Dicho índice ideal sería llamado índice de costo de vida en lenguaje coloquial. Sin embargo, convertir el concepto económico en números concretos está lleno de dificultades. En el Reino Unido, no se presentan reclamos al utilizar el índice de precios minoristas (RPI, por sus siglas en inglés) para medir el costo de mantener un nivel de satisfacción del consumidor. El Comité Asesor del Índice de Precios Minoristas (1986) menciona lo siguiente:

Deseamos reafirmar la perspectiva tomada por nuestros predecesores que el RPI es un índice de cambio de precios y no un índice de “costo de vida”. No está diseñado para medir los efectos de cambios en los tipos, montos y calidad de bienes y servicios que la gente compra, o en el monto total de gasto necesario para subsistir. Tampoco mide los cambios en el costo de mantenimiento de un nivel particular de satisfacción del consumidor. El RPI mide el cambio general de precios en relación con una “canasta” de bienes y servicios, que se basa en qué bienes y servicios han gastado las familias realmente su dinero; el contenido de la canasta se actualiza al inicio de cada año y luego se fija por doce meses. Creemos que este es el mejor diseño práctico para el índice y que no hay razón para tratar de cambiarlo. Sin embargo, reconocemos que los movimientos en los precios minoristas deben ser un factor importante para determinar el costo de vida, como quiera que esté definido.

Los índices de precios al consumidor son, típicamente, promedios ponderados fijos de bienes y servicios al consumidor. Los datos de los precios se obtienen por medio de investigaciones periódicas hechas por oficinas de estadísticas en puntos de venta específicos (tiendas). Las ponderaciones están basadas en la distribución por producto del gasto del consumidor y son revisadas regularmente en la medida que la distribución de gasto del consumidor cambia.

Existen dos principales fuentes de imperfección, o sesgos, en la medición de la inflación. El *sesgo de sustitución* surge porque los consumidores cambien los productos más caros por productos más baratos y dejen de comprar en tiendas más caras para pasar a otras más baratas. El propósito de las revisiones regulares de las ponderaciones utilizadas en el índice y de la selección de tiendas escogidas para los fines de muestreo es minimizar el sesgo de sustitución, pero es probable que el sesgo permanezca entre los periodos de revisiones regulares. Cunningham (1996) estima que el sesgo de sustitución en el índice de precio minorista en el Reino Unido figura entre 0.15 y 0.35% al año. La composición del

producto del índice del precio minorista en el Reino Unido es revisado cada año. En otros países las revisiones son menos frecuentes y en esos países se espera que el sesgo de sustitución pueda ser mayor que en el Reino Unido. El Reporte Boskin (1996) estima que el sesgo de sustitución en Estados Unidos es de 0.5% al año.

Los problemas causados por los *efectos de la composición* son más difíciles. Son de dos tipos. El *sesgo de calidad* surge porque la calidad de los bienes y servicios dentro de una categoría particular puede cambiar, pero tal cambio, puede no ser considerado completamente al calcular el índice de precios. Si la calidad mejora en el tiempo, el error en la consideración del cálculo, puede llevar a una sobreestimación de la inflación.

Los *nuevos productos* originan problemas más fundamentales. En primer lugar, la introducción de cualquier nuevo producto amplía la elección del consumidor y es posible obtener un nivel de utilidad dado a un costo menor que antes y que con seguridad no será mayor. Dicho de otro modo, la introducción de cualquier nuevo producto tiene un efecto entre neutral y negativo en el verdadero índice de costo de vida.³

¿Qué tan grande son los sesgos de calidad y los sesgos de nuevo producto? Cunningham proporciona un estimado de 0.20 a 0.45% para el Reino Unido, y el Reporte Boskin estima 0.6% para Estados Unidos. Personalmente, pienso que, cualquier estimado posible no sea de mucha confianza. Por una cuestión de principios, el efecto en el verdadero índice de costo de vida de la introducción de un nuevo producto depende de como es el nuevo producto. La introducción de una nueva marca de chocolate (si el precio es igual al de otras marcas) probablemente hace una diferencia insignificante para el costo de lograr un nivel dado de utilidad, porque probablemente es un sustituto muy cercano a los productos existentes.

Los nuevos productos que no son sustitutos cercanos a los productos existentes pueden dividirse en dos grupos: en el primer grupo, los nuevos productos proporcionan la misma utilidad al consumidor como el producto anterior, pero a un costo menor. La intro-

³ De igual manera, el retiro de cualquier producto existente puede tener un efecto entre neutral y positivo en el verdadero índice de costo de vida. Como materia de observación común, el proceso de crecimiento económico ha estado acompañado por la proliferación de productos disponibles.

ducción de los nuevos productos obviamente reduce el costo de lograr un nivel dado de utilidad. De manera conceptual, es simple considerar este tipo de mejora tecnológica en la medida del precio, aunque en la práctica es extremadamente difícil. Nordhaus (1997) muestra como las mejoras tecnológicas han ido reduciendo el costo de los servicios de alumbrado en los siglos XIX y XX; también señala una conclusión extraordinaria, que los índices de precios tradicionalmente producidos exagerarían la tasa de inflación del precio del servicio de alumbrado en el periodo desde 1800 por un promedio de 3.6% anual. Shapiro y Wilcox (1996) examinan cuidadosamente el precio del tratamiento de cataratas oculares durante un periodo de mejora tecnológica.

El segundo grupo consiste de nuevos productos que proporcionan servicios que antes no estaban disponibles. El tratamiento de tales productos en los índices de precios es conceptualmente difícil, más aún en la práctica. Un buen ejemplo es la introducción de productos farmacéuticos que puede mejorar la calidad de vida de personas que sufren enfermedades particulares y dolencias. La introducción de tales productos puede lograr una enorme diferencia para estas personas en el costo requerido para lograr un nivel dado de utilidad. Su existencia también asegura a las personas que gozan de buena salud, que en caso de contraer la enfermedad o dolencia pueda ser tratada. Dichos productos no son de ninguna forma sustitutos cercanos para productos existentes.

En la realidad, los índices de precios no consideran los nuevos productos del segundo grupo. Tampoco podrían. Si fuera posible considerarlos adecuadamente, los expertos estadísticos necesitarían conocer la elasticidad de sustitución de demanda entre los nuevos productos y los ya existentes. Las estimaciones de elasticidad podrían obtenerse sólo después de haber dedicado tiempo a analizar la demanda para el nuevo producto a la luz de la experiencia, y el índice de precios resultante estaría, para entonces desactualizado. Un enfoque para estimar la verdadera tasa de inflación –la tasa de inflación del índice ideal de costo de vida– podría ser estimar el monto promedio del sesgo en la inflación medida como es usual, y ajustar el índice usual para considerarlo. El Reporte Boskin proporciona un estimado central de 1.1% anual para el sesgo en la inflación de precios al consumidor medida en Estados Unidos. El estimado de Cunningham para el sesgo en la inflación medida en el Reino Unido es de 0.35 a 0.80%. Sin embargo, como ya he mencionado (y como los autores reconocen),

creo que la exactitud de *cualquier* estimado es extremadamente dudosa; y además no hay razón de pensar que el grado de sesgo será constante en el tiempo.

Por lo tanto, parece inevitable que se tenga que conducir la política monetaria, y fijar las metas de inflación, con referencia a índices de precios estimados que no satisfacen el concepto ideal. Quizás, ésta es una conclusión decepcionante, pero no es catastrófica: ha habido periodos en la historia (por ejemplo, el periodo 1945-1970 en la mayoría de países industrializados) cuando el manejo monetario era muy exitoso según el cálculo actual, a pesar de la falta de índices ideales de costo de vida. Tampoco deja de tener sentido la fijación de metas de inflación. El objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precio. Aunque encontrar una definición numérica precisa de estabilidad de precios no es fácil, debido a los problemas de medición que he descrito, no obstante, es posible lograr una aproximación a la estabilidad de precios que la mayoría podrá encontrar aceptable.

Los problemas de medición hacen difícil escoger el nivel de meta de inflación. Si se conociera con certeza que los índices de precios escogidos sobrevalúa la inflación en X% al año, entonces sería natural fijar una meta inflacionaria de X% de modo que la meta de la “verdadera inflación de costo de vida” sea cero. De hecho, no hay tal certeza y existe algún grado de inevitable arbitrariedad al fijar las metas de inflación.

Si la tasa inicial de inflación es mucho mayor que la meta deseable de largo plazo, entonces puede resultar óptimo fijar metas que proporcionen una reducción gradual en la meta fijada a largo plazo. Al fijar dichas metas, se tuvo que efectuar un intercambio entre el costo de tener la inflación por encima del nivel de la meta deseable a largo plazo (la cual es reducida si la deflación es más rápida) y el costo de las fluctuaciones en la producción durante el proceso de deflación (el cual aumenta si la deflación es más rápida).

2. *¿Debe haber una banda meta, y de ser así, qué tan amplia debe ser?*

El propósito de una meta de inflación es proporcionar al banco central una regla para la toma de decisiones de política monetaria. Para este fin, la banda meta no es necesaria: con una meta puntual es suficiente. ¿Por qué en tal caso sería deseable especificar una banda en lugar de una meta puntual y qué tan amplia

debería ser dicha banda? Hay dos posibles razones para especificar una banda:

- *Como una promesa y un mecanismo de seguimiento.* Es obvio que no será posible alcanzar la meta puntual específica para la tasa de inflación continuamente, porque el comportamiento económico y el desarrollo económico no son completamente predecibles. Una banda meta para la inflación puede representar un reconocimiento de ese hecho y una promesa de que el banco central mantendrá la inflación dentro de esa banda. Al mismo tiempo puede representar un mecanismo de seguimiento puesto que se observará con claridad que el banco central habrá fracasado si la inflación sale de la banda. Obviamente si se introduce una banda para este fin, su amplitud dependerá de cuanto pueda reducirse la variabilidad en la tasa de inflación.
- *Como un medio para introducir la flexibilidad dentro de la política monetaria.* Una banda meta para la política monetaria proporciona al banco central alguna discreción sobre a que punto dentro de la banda se dirige para tomar las decisiones de la política monetaria, por ejemplo, permitiendo acomodar una variación cíclica en la tasa de inflación. La amplitud de una banda introducida para este propósito dependerá de cuanta discreción sea requerida.

En el Reino Unido, tenemos una meta puntual específica. La necesidad de seguimiento y rendición de cuentas se obtiene por medio de un requisito, si la inflación se aparta de la meta de 2.5%⁴ en 1% o más, en cualquier dirección, entonces el Gobernador del Banco de Inglaterra debe escribir una carta abierta al Ministro de Economía y Hacienda explicando porque ha ocurrido la discrepancia, por cuanto tiempo es probable que esto persista, y cómo el Comité de Política Monetaria llevará la inflación de nuevo hacia la meta. La meta de inflación no considera explícitamente el ajuste por la variación cíclica en la tasa de inflación. El Gobierno puede volver a fijar la meta cada año y podría en principio ajustarla en paralelo con los avances del ciclo empresarial, pero dicho patrón de ajuste probablemente aumentaría la amplitud de las fluctuaciones cíclicas en el producto, y por lo tanto, no es probable que sea adoptado.

⁴ La meta está definida como el cambio en el duodécimo mes en los precios minoristas excluyendo los pagos de interés hipotecario (RPIX).

V. Pronósticos

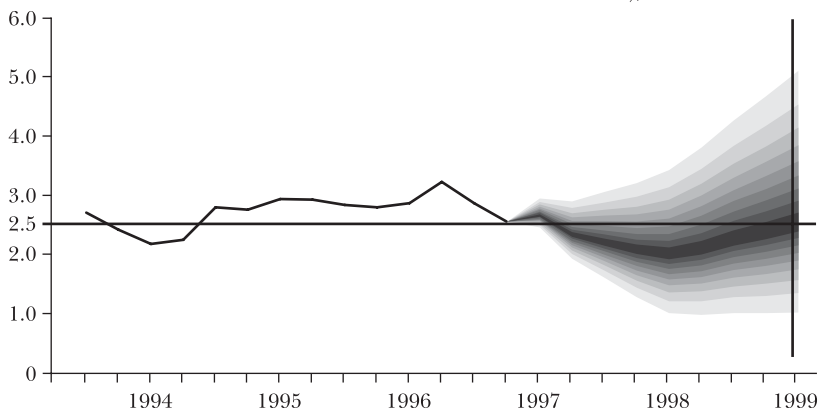
Antes mencioné que la fijación de metas de inflación depende de dos cosas: primero, el pronóstico de cómo la inflación se desarrollará asumiendo que la política monetaria es invariable; y segundo, un estimado de cómo la futura inflación probablemente sea afectada por un cambio en la fijación actual de los instrumentos de política monetaria. De hecho *cualquier* técnica de política monetaria depende del pronóstico, porque las acciones de la política monetaria no surten efecto de manera inmediata: algunos de los efectos se obtienen con un largo rezago.

Todos saben que tan difícil es pronosticar, y no es más fácil para el Banco de Inglaterra que para otras entidades. También se sabe que se requiere tanto de modelos económicos como de criterios sobre como el comportamiento económico y las relaciones probablemente difieran en el futuro a partir de lo que ha sido observado en el pasado. Me gustaría describir cuatro mecanismos que el Banco de Inglaterra ha adoptado para mejorar la exactitud y utilidad de sus pronósticos:

- Hace algún tiempo, abandonamos nuestro gran modelo econométrico. Los grandes modelos tienden a tener propiedades que son sensibles a pequeños cambios en su especificación. Como son tan grandes, sus estructuras fundamentales son difíciles de comprender y muy complicados de cambiar. Tienden a complicar el pensamiento sobre la economía, en lugar de hacerlo más fácil. En lugar de eso, utilizamos pequeños modelos que son más fáciles de comprender y adaptar en caso de necesidad. Desde luego, existe un pequeño modelo central que en forma mecánica elabora los pronósticos que publicamos. Pero usamos otros pequeños modelos para iluminar nuestros juicios sobre asuntos particulares, que serán reflejados en los ajustes que hacemos al modelo central para fines de pronóstico. Por ejemplo, hemos usado modelos separados para estimar los posibles efectos del salario mínimo nacional que será introducido en el Reino Unido el próximo año. Whitley (1997) discute el uso de los modelos económicos en el pronóstico y elaboración de política. Price (1996) discute la relación entre modelos y el juicio en el análisis económico del banco central.
- Hemos reconocido explícitamente la incertidumbre que rodea los pronósticos económicos. Los pronósticos encarnan las distri-

buciones de probabilidad de los futuros valores de las variables económicas. Ilustramos la distribución en los llamados diagramas de abanico (véase gráfica II). En el diagrama de abanico, la banda central incluye la proyección central, en otras palabras, probablemente el resultado más juzgado.

GRÁFICA II. PROYECCIÓN DE INFLACIÓN RPIX EN AGOSTO DE 1997 (INCREMENTO PORCENTUAL CON RESPECTO AL AÑO ANTERIOR), 1994-99

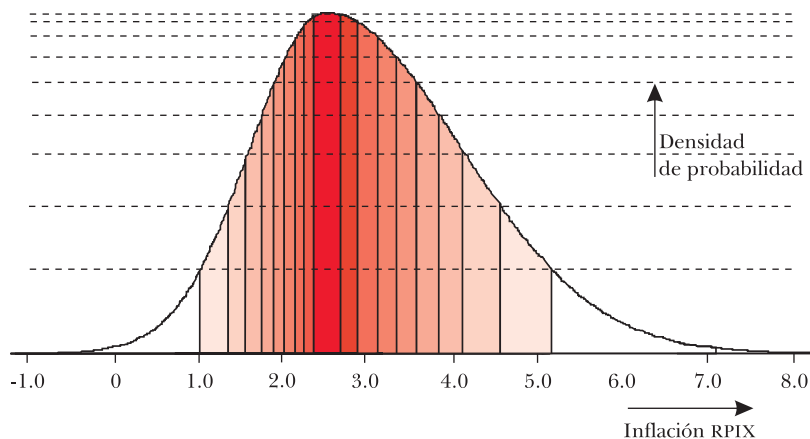


La gráfica II muestra una probabilidad relativa de posibles resultados. La banda central incluye la proyección central: se juzgó que había una probabilidad de 10% que la inflación estará dentro de la banda central en cualquier fecha. La siguiente tendencia más profunda al lado de la banda central se hace cargo de la distribución extrae 20%; y así sucesivamente, a niveles de 10 puntos porcentuales. Desde luego es imposible evaluar las probabilidades con alguna precisión, sin embargo, esto representa la mejor estimación proporcionada por el Comité de Política Monetaria. A mayor incertidumbre que haya sobre un resultado de inflación en cualquier horizonte particular temporal, más amplios son las bandas y los límites gradualmente más sombreados. Y si hay más riesgos en un lado que en otro, entonces las bandas restantes serán más amplias que esa banda central.

Otra perspectiva de la función de densidad de probabilidad transversal de la inflación en una futura fecha dada. (Véase gráfica III.) El resultado más probable es el punto máximo de la distribución. Para trazar las bandas, se puede usar la siguiente regla: se muestran dos puntos de igual densidad de probabilidad, uno en cada lado de la moda. Entonces los dos puntos se

desplazan desde el centro simultáneamente, manteniendo sus densidades de probabilidad iguales, hasta que haya 10% de la distribución en la banda central, con estos dos puntos marcando los extremos exteriores. Los dos puntos se mueven otra vez hacia afuera en ambos lados de la banda central, manteniendo sus densidades de probabilidad iguales hasta agregar otro 10% de distribución, con lo cual, estas vez se marcan un par de bandas adicionales; ambas están sombreadas con el mismo color, siendo éste más claro que en el de la banda central. Se continúa agregando un par de bandas hasta cubrir 90% de la distribución (no hay límites finitos para la distribución asumida, por lo tanto la gráfica no puede cubrir 100% de ésta).

GRÁFICA III. PROBABILIDAD TRANSVERSAL DE LA INFLACIÓN RPIX CON BANDAS DE CONFIANZA DE 10 POR CIENTO^a



NOTA: Las líneas en guiones muestran como se trazan los bordes de las bandas.

^a Tomado de *Quarterly Bulletin*, del Banco de Inglaterra, vol. 38, n° 1, febrero de 1998, p. 34.

La distribución no necesita ser simétrica, y como se observa, particularmente en la sección transversal, el ejemplo que he mostrado no es simétrico. Así, el pronóstico puede reconocer que los riesgos pueden estar ponderados de forma diferente, a cada lado de la proyección central (el resultado más probable), y el balance de riesgos puede ser muy importante para las decisiones de política. Igualmente, el grado de incertidumbre, como se refleja en la amplitud de la distribución en ambos lados de la proyección central, puede cambiar, y también podría

influnciar las decisiones de política. Para ello, Britton, Fisher y Whitley (1998) proporcionan más información al respecto.

- Los pronósticos, incluida la evaluación de riesgos, se realizan con la participación activa del Comité de Política Monetaria, que también toma decisiones sobre las tasas de interés. En realidad, son sus pronósticos, aunque no todas sus perspectivas puedan ser idénticas. Su participación asegura que examinan todos los factores que probablemente influncian la inflación futura y los evalúa en un marco coherente. Ese objetivo no se lograría si pasivamente reciben un pronóstico producido por el personal. Formar parte del proceso de pronóstico es un insumo esencial dentro del proceso de toma de decisiones de tasa de interés.
- Los pronósticos que se producen trimestralmente, son publicados, junto con un análisis extensivo acerca del panorama económico actual y una descripción de la idea subyacente del pronóstico. Además, hemos decidido publicar los modelos que usamos para los fines de pronósticos al final del presente año. Esto es consistente con la estrategia de apertura en la política monetaria que hemos adoptado. Esto significa que los pronósticos, y en el futuro los modelos, pueden ser examinados minuciosamente por expertos externos al banco central de manera que puedan entender mejor nuestro pensamiento y sugerir mejoras. La calidad del debate público sobre la política monetaria en el Reino Unido ha mejorado mayormente en estos últimos años y estoy convencido que la apertura oficial ha sido una de las principales razones.

VI. El horizonte de la meta inflacionaria

¿En cuál horizonte debe dirigirse la política monetaria para lograr la meta inflacionaria? Obviamente la meta de inflación no puede lograrse de manera continua, ya que la inflación está sujeta a choques impredecibles y la política monetaria opera con rezago o un tiempo de retraso. Obviamente de igual manera, no tendría sentido llevar la meta de inflación a un horizonte temporal menor que el tiempo mínimo de retraso antes que la política monetaria empiece a afectar la inflación.

Por ejemplo, supongamos que el pronóstico muestra que si la

política de tasa de interés no cambia, la inflación estará por encima de la meta en el primer año del periodo de pronóstico y por debajo de la meta en los últimos años (ignorando la incertidumbre del pronóstico para el presente). ¿Cómo debería reaccionar la política monetaria? Si los cambios hechos ahora en la tasa de interés afectan la inflación sólo después de un rezago de un año o más, entonces es demasiado tarde para prevenir una inflación por encima de la meta en el primer año del pronóstico y las tasas de interés deben reducirse para así llevar la inflación en los últimos años hasta la meta. Pero en lugar de eso, supongamos que los cambios hechos en la tasa de interés ahora afectan la inflación después de un rezago de seis meses. Entonces, hay un argumento para aumentar ahora las tasas de interés para reducir la inflación por debajo de la meta en la segunda mitad del primer año del pronóstico. Pero dicho incremento en la tasa de interés probablemente significa que la inflación se encuentre aun más por debajo del pronóstico al inicio del segundo año del pronóstico, y si el rezago entre la acción de política y su efecto en la inflación se distribuye durante un periodo, en lugar de estar concentrada en un tiempo de retraso en particular, permanecerá por debajo del pronóstico por algún periodo durante el segundo año de pronóstico. El banco central tiene que usar tasas de interés para manejar la *ruta* inflacionaria en relación con la meta de inflación, comenzando desde el punto en el futuro en el cual las acciones de política monetaria que sean tomadas ahora empiezan a afectar la inflación.

Al lograr la ruta inflacionaria, el banco central necesitará ser consciente de la probable ruta del producto y puede ser necesario efectuar un intercambio entre desviaciones de la inflación de la meta y variabilidad de la producción.

Supongamos que ha habido un choque de demanda adverso que causa que la inflación aumente por encima de la meta, y que la producción se reduzca. ¿Qué tan rápido debe actuar el banco central para hacer que la inflación vuelva a la meta? Cuanto más rápido ocurre la deflación, más breve es el periodo en que la inflación está por encima de la meta. Esto es un beneficio. Por otro lado, cuanto más rápido ocurre la deflación, mayor es la fluctuación potencial en la producción. Esto es un costo. Los bancos centrales que están instruidos a seguir las metas de inflación están implícitamente obligados a hacer intercambios de este tipo. La investigación sobre estos intercambios, está en progreso en el Reino Unido. [Véase Batini y Haldane (1999).]

VII. Apertura y transparencia

He mencionado un par de veces la necesidad de efectuar un intercambio entre el costo de tener inflación por encima de la meta (que disminuye si la deflación es más rápida) y el costo de las fluctuaciones en la producción (que aumenta si la deflación es más rápida) en tiempos de deflación. Los intercambios surgen fundamentalmente porque se asume que para reducir la inflación es necesario reducir la producción temporalmente. Sin embargo, el tamaño de la reducción necesaria en la inflación depende, crucialmente, de la credibilidad del compromiso de la meta de inflación. Cuanto más creíble es el compromiso, será más bajo el costo final de reducir la inflación.

Permítame mencionar cinco procesos que actualmente usamos en el Reino Unido para promover la apertura y la transparencia:

- El Banco de Inglaterra publica cada trimestre un *Reporte de Inflación*, que presenta el análisis del Comité de Política Monetaria acerca de los resultados económicos recientes, y un pronóstico de la inflación y el crecimiento de la producción en los próximos dos años.
- El Comité de Política Monetaria publica las actas de sus reuniones mensuales. Estas proporcionan un recuento completo de todos los argumentos que proponen tanto en favor como en contra de las decisiones que se toman, y son ampliamente informadas y comentadas en la prensa y en los mercados financieros.
- Los miembros del Comité de Política Monetaria son cuestionados frecuentemente por el Comité Selecto del Tesoro de la Cámara de los Comunes.
- Si la tasa de inflación supera la meta de inflación en más de 1% en cualquier dirección, el Gobernador tiene que escribir una carta abierta al Ministro de Economía y Hacienda explicando cómo surgió la discrepancia, en cuánto tiempo se espera que persista y qué planea el Comité de Política Monetaria para corregir el problema.
- Los miembros del Comité de Política Monetaria hacen discursos con frecuencia sobre la política monetaria en muchas partes del país. Además, el Banco emplea agentes regionales ubicados en diferentes partes del país, cuyo trabajo es mantenerse en

contacto con las empresas locales y grupos empresariales, reunir información de ellos y explicar las políticas del Banco a las audiencias en esas regiones.

La apertura y transparencia son medios muy efectivos para mejorar la credibilidad. Primero, hacen posible que los encargados de la política monetaria sean responsables públicamente de sus decisiones. Esto incrementa su incentivo de lograr las metas de inflación y por lo tanto, aumenta la confianza del público en que la meta de inflación será alcanzada. Segundo, el razonamiento detrás de la toma de decisiones de política monetaria está completamente expuesto al público. Esto significa que el público puede hacer comentarios sobre la posición oficial y pueda darse un debate que lleve a mejorar tal pensamiento. También brinda tranquilidad al público acerca de que el banco central está siguiendo el objetivo establecido y no cualquier otro objetivo que no haya sido anunciado. Creo que hemos visto algunos de estos beneficios en el Reino Unido.

VIII. Comentarios finales

Quienes apoyan otras metas intermedias prometen que la política monetaria será fácil. Sólo mantenga la oferta monetaria en su camino o mantenga simplemente el tipo de cambio fijo, dicen ellos, y todo saldrá bien al final. Sin embargo, tanto en el Reino Unido como en Corea, la experiencia muestra que no todo siempre sale bien.

La meta de inflación no promete hacer la política monetaria sencilla. En un sentido, todo lo que se hace es especificar el objetivo preciso de la política monetaria. Pero al menos no hace ninguna falsa promesa, y tiene la virtud positiva de dirigir su atención a muchos temas técnicos que necesitan resolverse al conducir la política monetaria.

REFERENCIAS

Alchian, A. A., y B. Klein (1973), "On a correct measure of inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, n^o 1, parte 1, febrero, pp. 173-91.

- Batini, N., y A. G. Haldane (1999), “Forward-looking rules for monetary policy”, en John Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, NBER y University of Chicago Press, pp. 157-92.
- Boskin, M. J., E. R. Dulberger, R. J. Gordon, Z. Grilickes y D. Jorgenson (1996), “Towards a more accurate measure of the cost of living”, *Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index*.
- Britton, E., P. Fisher y J. Whitley (1998), “The Inflation Report projections: understanding the fan chart”, *Quarterly Bulletin* (Banco de Inglaterra), vol. 38, nº 1, febrero, pp. 30-37.
- Comité Asesor del Índice de Precios Minoristas (1986), *Methodological Issues Affecting the Retail Prices Index*, HMSO, julio (Sesional papers, Cmnd. 9848).
- Cunningham, A. W. F. (1996), *Measurement bias in price indices, an application to the UK's RPI*, Banco de Inglaterra, marzo (Working Paper, nº 47).
- Fischer, S. (1994), “Modern central banking”, en *The Future of Central Banking, The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press.
- Fisher, F. M., y K. Shell (1972), *The Economic Theory of Price Indices*, Academic Press, Nueva York.
- Nordhaus, W. (1997), “Do real output and real wage measures capture reality? The history of lighting suggests not”, en T. F. Bresnahan y R. J. Gordon (eds.), *The Economics of New Goods*, University of Chicago Press.
- Phillips, A. W. (1958), “The relationship between unemployment and the rate of change of money wages rates in the United Kingdom, 1861–1957”, *Economica*, vol. 25, agosto, pp. 283-300.
- Price, L. (1996), *Economic analysis in a central bank: models versus judgement*, Centre for Central Banking Studies, Banco de Inglaterra (Handbooks in Central Banking: Lecture Series, nº 3).
- Shapiro, M. D., y D. W. Wilcox (1996), *Mismeasurement in the consumer price – an evaluation*, NBER, mayo (Working Paper, nº 5590).
- Smets, F. (1997), “Financial-asset prices and monetary policy, theory and evidence”, en Philip Lowe (ed.), *Monetary Policy and Inflation targeting*, Economic Group, Banco de Reserva de Australia.
- Whitley, J. D. (1997), “Economic models and policy-making”, *Quarterly Bulletin* (Banco de Inglaterra), vol. 37, nº 2, mayo, pp. 163-173.

Índice

	<i>Pág.</i>
Resumen	<i>i</i>
I. Introducción	1
II. Experiencia histórica de las técnicas de política monetaria	3
III. Metas de inflación	5
IV. La especificación de la meta de inflación	7
1. ¿Cuál índice de precios y en qué nivel se debe fijar esta meta?	7
a) ¿Consumo presente o consumo presente más consumo futuro?	8
b) Problemas de medida	10
2. ¿Debe haber una banda meta, y de ser así, qué tan amplia debe ser?	14
V. Pronósticos	16
VI. El horizonte de la meta inflacionaria	19
VII. Apertura y transparencia	21
VIII. Comentarios finales	22
Referencias	22

Este ensayo se terminó de imprimir en abril de 2007 en los talleres de Editorial y Comunicación, Av. Coyoacán n° 1012-2, México, D. F., 03100. Se tiraron 300 ejemplares.

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Centre for Central Banking Studies
Bank of England