

# RESEÑA DE LIBRO

**Frederic Mishkin, *Monetary Policy Strategy*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, octubre del 2007, 549 pp.**

El reciente libro de Mishkin es un compendio de diecinueve artículos del mismo autor, escritos en los últimos diez años, donde se presentan los últimos avances en lo que respecta a cómo es que los bancos centrales deben manejar la política monetaria. Mishkin es un conocido especialista en este campo, profesor del curso de Instituciones Bancarias y Financieras en la Escuela de Graduados de la Universidad de Columbia, investigador asociado del National Bureau of Economic Research (NBER) y recientemente nombrado miembro del Directorio del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Asimismo, es autor del libro *La economía del dinero, la banca y los mercados financieros*<sup>1</sup>, que es utilizado como texto de referencia en los cursos de Teoría Monetaria o Dinero y Banca en muchas universidades del mundo.

En el artículo inicial Mishkin presenta algunas cifras que reflejan el cambio radical que ha experimentado la actitud de los gobiernos sobre el rol que debe jugar la política monetaria y la actuación del banco central. Hace solo tres décadas, en los convulsionados años setenta, la inflación alcanzó niveles muy altos en todo el mundo incluyendo a los Estados Unidos, con tasas que llegaron a los dos dígitos. Hoy, sin embargo, los gobiernos de casi todos los países del mundo se preocupan en mantener bajos niveles de inflación. De los 233 países que existen actualmente en el planeta, 193 tienen tasas anuales de inflación menores o iguales a 10% y 149 países tienen tasas menores o iguales a 5%. ¿Cómo hemos llegado a esta situación?, se pregunta el autor.

La respuesta radica en que tanto las autoridades monetarias como los gobiernos han llegado a aceptar las siguientes ideas básicas:

- No existe un *trade off* de largo plazo entre producto (o desempleo) e inflación.

---

1. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 7a ed. revisada. Nueva York: Addison Wesley, 2006.

- Las expectativas del público son fundamentales para que la política monetaria obtenga buenos resultados.
- La inflación tiene costos muy altos.
- La política monetaria sufre el problema de la inconsistencia temporal.
- Es importante que el banco central sea independiente para que la política monetaria sea exitosa.
- Se necesita un ancla nominal poderosa para producir buenos resultados de política monetaria.

En los seis capítulos siguientes, Mishkin trata principalmente sobre qué es lo que pueden y lo que no pueden hacer los bancos centrales. La mayoría de las conclusiones y recomendaciones en esta parte del libro no son, en realidad, muy novedosas, debido al consenso que se ha logrado en casi todo el mundo respecto a la importancia de la estabilidad de precios, la necesidad de que la política fiscal sea consistente con la política monetaria, así como la independencia y la transparencia en la actuación del banco central. Donde sí existe un aporte importante es en el rol que debe jugar la estabilización de la producción y el empleo en el manejo de la política monetaria. Aquí Mishkin hace gala de su capacidad de síntesis para presentar, de la manera más concisa posible, los últimos desarrollos en este campo, y en especial los trabajos de Svensson (1997a, 1997b) y Clarida, Gali y Gertler (1999).

Estos trabajos muestran la relación que existe entre la famosa regla de Taylor, en la que el banco central reacciona frente a las desviaciones de la inflación y la tasa de crecimiento del producto global, respecto a las metas deseadas, y el sistema de las metas de inflación (*inflation targeting*). A partir de una función de pérdida social se puede demostrar que, aun en el caso en el que la autoridad monetaria se preocupa únicamente de estabilizar la inflación y no le preocupa la estabilidad de la producción y el empleo, es decir, es un *«inflation nutter»*, según la terminología de King (1996), su manejo sobre la variable intermedia, por ejemplo, la tasa interbancaria, debe tomar en cuenta las fluctuaciones del producto de la misma manera en que lo hace la regla de Taylor. Esta relación se explica por el efecto que tienen las fluctuaciones cíclicas sobre la inflación futura.

En efecto, se puede demostrar que en el caso en el que el banco central es un *inflation nutter*<sup>2</sup>, el manejo que hace el banco central sobre la tasa de interés es el mismo que se

---

2. Este es el caso en el que la función de pérdida social toma la forma:  $L = (\pi_t - \pi^*)^2$ .

llevaría a cabo en un sistema de metas de inflación con dos períodos de anticipación. En otras palabras, se busca que la meta de inflación planteada en el momento  $t$  se obtenga recién en el período  $t+2$ ,  $E_t \pi_{t+2} = \pi^*$ . Dado que las fluctuaciones cíclicas en el momento actual afectan las expectativas de inflación futura, el banco central tendrá que incorporarlas en el momento en que determine si va a mantener o va a modificar las tasas de interés. Este resultado se puede verificar en la mayoría de modelos macroeconómicos, tanto de corte clásico como keynesiano.

La importancia de las fluctuaciones cíclicas es mayor cuando estas forman parte de la función de pérdida social<sup>3</sup>. Sin embargo, existe el problema de cómo determinar el PBI potencial que se utiliza en el cálculo de estas fluctuaciones. Mishkin señala que los cálculos ideales que se proponen en los trabajos teóricos no coinciden con los que se realizan en la vida real. Incluso, la famosa tasa de desempleo que no acelera la inflación (Nairu) es considerada como una propuesta teórica útil e interesante, pero difícil de ser llevada a la práctica por las dificultades que existen para calcularla correctamente<sup>4</sup>. Por esta razón, el autor propone no darle un peso demasiado grande, excepto en lo que concierne a las expectativas de inflación futuras<sup>5</sup>.

En los doce siguientes capítulos, Mishkin discute las diferentes variables intermedias que el banco central debería manejar para obtener los objetivos deseados. El autor se declara a favor de la utilización de la tasa de interés en lugar de un agregado monetario como M2 o M3, de acuerdo con las propuestas de McCallum (1988), debido a los cambios en la velocidad del dinero que afectan la relación entre el crecimiento del dinero y el crecimiento del ingreso nominal. Cuando estos *shocks*, que pueden verse como el ruido que oscurece la señal que se obtiene a partir de los agregados monetarios, no son tomados en cuenta, estos agregados dejan de representar una buena guía para la política monetaria<sup>6</sup>.

A partir del análisis de las experiencias de política monetaria, tanto en los países industrializados como en aquellos en vías en desarrollo, Mishkin muestra las ventajas del sistema de metas de inflación (*inflation targeting*). Especialmente interesante es la comparación que hace entre los países latinoamericanos que han utilizado al tipo de cambio como ancla nominal, como es el caso de Argentina, Panamá y Ecuador, con otros países

3. La función de la nota 2 tomaría ahora la forma  $L = (\pi_t - \pi^*)^2 + y_t^2$ , donde  $y_t$  es la brecha entre el crecimiento del producto bruto interno (PBI) real y su nivel normal o potencial.

4. Véase el artículo «Rethinking the Role of NAIRU in Monetary Policy: Implications of Model Formulation and Uncertainty», pp. 133-58.

5. Véase el artículo «The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy», pp. 75-87.

6. Véase el artículo «Is There a Role for Monetary Aggregates?», pp. 109-31.

como Chile, Colombia, Perú y México, cuya política tiene varios de los elementos del sistema de metas de inflación. Los problemas de fijar el tipo de cambio, o de tratar de controlarlo, señala Mishkin, son los siguientes<sup>7</sup>:

- Cuando los mercados internacionales son abiertos las metas cambiarias le restan independencia a la política monetaria.
- Los *shocks* en el «país ancla» se transmiten directamente porque los cambios en sus tasas de interés afectan directamente a las tasas de interés del país que aplica metas cambiarias.

El entusiasmo de Mishkin por el sistema de metas de inflación lo conduce a proponerlo como sistema ideal para los Estados Unidos. Reconoce el éxito alcanzado por Alan Greenspan a la cabeza del Fed entre 1987 y fines del 2006, que logró mantener una inflación baja y estable y con solo dos recesiones muy suaves en los últimos veinte años: la primera en 1990-1991 y la segunda en el 2001. Pese a que la estrategia del Fed no ha sido explícita, ha existido una política implícita bastante coherente de controlar la inflación en el largo plazo. Asimismo, siempre ha buscado mirar hacia adelante, tratando de detectar señales de inflación futura. Por ejemplo, el Fed elevó la tasa de los *federal funds* de 3% en febrero de 1994 a 6% en febrero de 1995, antes de que sobreviniera una inflación. Luego, en enero del 2001, redujo la tasa en 1 punto porcentual antes de que se conocieran las cifras de marzo, y en noviembre la redujo en 3,5 puntos adicionales cuando el National Bureau of Economic Research (NBER) señaló que la economía ya había entrado en una recesión.

A pesar del éxito logrado, Mishkin, al igual que muchos analistas, plantea que la principal desventaja del sistema actual es su «falta de transparencia». En efecto, varias veces el mercado estadounidense se ha mostrado confuso respecto a las intenciones del Fed. Por ejemplo, entre mayo y junio del 2003 la tasa de los bonos a diez años bajó de 4% a 3,2%, pero luego subió a 4,5% a fines de julio. Otro problema del sistema actual es que su éxito depende de personas altamente capaces y no de las buenas instituciones. Tampoco existe garantía respecto a que las buenas relaciones entre el Fed y el Ejecutivo, que se iniciaron con el gobierno de Clinton y se mantuvieron con Bush, se mantengan en el futuro. Dado que se avecina un cambio de gobierno, nada garantiza que estas buenas relaciones se vayan a mantener en el futuro. Las ventajas de aplicar el sistema de metas de inflación serían las siguientes<sup>8</sup>:

---

7. Véase el artículo «Monetary Policy Strategies for Latin America», pp. 279-308. Asimismo, «The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries», pp. 445-63.

8. Véase el artículo «Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting», pp. 253-69.

- Es fácilmente entendible para el público y, por lo tanto, muy transparente.
- El Fed puede comunicarse con mayor facilidad con el público y con los mercados.
- Ayuda a reducir la incertidumbre sobre los cambios en la política monetaria futura, reduciendo en consecuencia la volatilidad del mercado.
- Reduce la probabilidad de que el Fed caiga en la trampa de la inconsistencia temporal mediante políticas expansivas.

Mishkin concluye señalando que hemos aprendido mucho respecto a cómo se debe manejar la política monetaria y que la mejor señal de que esto es así es el hecho de que los bancos centrales de casi todo el mundo están convergiendo hacia las prácticas más deseables. Existen, sin embargo, varios problemas aún por resolver: ¿cómo debería funcionar la transparencia de los bancos centrales?; ¿la meta apropiada es el nivel de precios o la tasa de inflación?; ¿cómo deberían reaccionar los bancos centrales frente a fuertes cambios en los precios de los activos?, por ejemplo, las fluctuaciones en la bolsa de valores o el problema de los préstamos hipotecarios y el precio de las viviendas que hoy afecta a los Estados Unidos; y ¿cuál es el impacto que tendrá la globalización en la efectividad de las políticas monetarias?

En síntesis, leer este libro es una experiencia gratificante y recomendable para todas las personas interesadas en la teoría y la política monetarias.

Jorge Fernández-Baca

## BIBLIOGRAFÍA

CLARIDA, Richard; Jordi GALI y Mark GERTLER

1999 «The Science of Monetary Policy». En: *Journal of Economic Literature*, vol. 34, N° 4, pp. 1606-707. Diciembre.

KING, Mervyn

1996 «How Should Central Banks Reduce Inflation: Conceptual Issues». En: *Achieving Price Stability*. Federal Reserve Bank of Kansas City, MO, pp. 53-91.

McCALLUM, Bennett T.

1988 «Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy». En: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, pp. 173-204.

SVENSSON, Lars E. O.

1997a «Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets». En: *European Economic Review*, vol. 41, pp. 1111-46.

1997b «Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule». En: *European Economic Review*, vol. 41, pp. 1111-46.