

Política monetaria y metas de inflación

José NOGUERA SANTAELLA*
RVLJ, N.º 13, 2020, pp. 351-374.

SUMARIO

1. El Estado del arte en «metas de inflación» 2. La inflación y la teoría cuantitativa 3. Keynes y la síntesis neoclásica 4. Rigideces, desempleo y ajustes 5. Metas de Inflación. Conclusión

1. El Estado del arte en «metas de inflación»

En 1968, FRIEDMAN revoluciona al mundo económico con su afirmación: «la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario»¹. En ese libro, FRIEDMAN tiene cuidado en precisar bien qué considera él inflación: «aumento constante y sostenido en los precios». Si bien puede haber varios factores que contribuyan a un movimiento transitorio de los precios, solo un aumento sostenido en la cantidad de dinero que circula puede causar un aumento sostenido en el precio, es decir, puede causar inflación.

En cierta forma, FRIEDMAN descubrió el agua tibia, ya que la inflación era un fenómeno bien documentado que había quedado en el olvido. Este artículo contribuye a la literatura en tres formas. Primero, argumenta que la llamada «síntesis neoclásica», la conclusión a la que monetaristas y keynesianos habían llegado a finales de los 60, ya había sido escrita por KEYNES en las

* **Universidad de Santiago de Chile**, Profesor Titular del Departamento de Economía de la Facultad de Administración y Economía.

¹ FRIEDMAN, Milton: «*Inflation: Causes and consequences*». En: *Dollars and Deficits: Living with America's Economic Problems*. Prentice-Hall. Nueva York, 1968, pp. 21-71.

décadas de los 20 y los 30. Segundo, realiza una discusión sobre las dificultades de desinflar la economía, la teoría que la fundamenta y la evidencia empírica de los distintos países y, tercero, discute un enfoque que, basado en la transparencia y la rendición de cuenta en la política monetaria, llamado «metas de inflación», ha podido con relativo éxito vencer las rigideces y, por ende, las dificultades en el manejo de la inflación.

2. La inflación y la teoría cuantitativa

Alejandro MAGNO, quien tiene el honor de ser el más grande genio militar de todos los tiempos, también tiene el deshonor de ser responsable de la primera gran inflación al usar el botín de sus conquistas acuñando monedas para financiar sus guerras, duplicando el precio de los bienes agrícolas en la antigua Babilonia². También tiene el deshonor de ser el primero en degradar la moneda, al acuñarlas con la mitad de su contenido de oro o plata³. En China, en el siglo XI, se inventa el papel dinero durante dinastía SONG, pero su uso abusivo estropea el experimentó⁴. La dinastía YUAN también imprime papel dinero para financiar guerras⁵. Luego del descubrimiento de América, la inyección de oro y plata en el siglo XVI causa la «revolución de los precios» en Europa occidental, sextuplicando los precios⁶.

Los filósofos en la Edad Media pensaban que el nivel de precios estaba determinado por la cantidad de oro o plata que contuvieran las monedas, pero la revolución de los precios parecía contradecir ese principio. El primero en observar la relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precio es el

² TEMIN, Peter: «Price Behavior in Ancient Babylon». En: *Explorations in Economic History*. Vol. 39, N.º 1. Amsterdam, 2002, pp. 46-60.

³ SNOWDON, Brian y VANE, Howard R.: *An Encyclopedia of Macroeconomics*. Edward Elgar Publishing. Cheltenham, 2018.

⁴ VON GLAHN, Richard: *Fountain of Fortune: Money and Monetary Policy in China, 1000-1700*. University of California Press. Berkeley, 1996, p. 48.

⁵ BERNHOLZ, Peter: *Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships*. Edward Elgar Publishing. Cheltenham, 2003, pp. 53-55.

⁶ HAMILTON, Earl J.: *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650*. Harvard University Press. Cambridge, 1934.

astrónomo Nicolás COPÉRNICO en 1526, en un corto ensayo titulado: *Monetae cudendae ratio*, pero el trabajo de COPÉRNICO se extravía, por lo que no tuvo ninguna influencia y el honor de ser el primero en descubrir la relación entre el dinero y los precios; la llamada «teoría cuantitativa del dinero» recae por varios siglos en la Escuela de Salamanca y el padre Martín DE AZPILCUETA, alias *Doctor Navarrus*⁷.

El trabajo del *Doctor Navarrus* también se extravía y la teoría cuantitativa es redescubierta en el siglo XVIII por LOCKE (1690)⁸, CASTILLON (1755)⁹ y HUME (1777)¹⁰, y desarrollada en el siglo XIX por THORNTON (1802)¹¹ y MILL (1848)¹². El trabajo pionero de los matemáticos NEWCOMB (1885)¹³ y FISHER (1911)¹⁴ no obstante, es el que formuló la teoría cuantitativa en términos de una «ecuación de intercambio», la cual sirve de base para los trabajos posteriores DE FOVILLE (1907)¹⁵ y VON MISES (1912)¹⁶.

En 1929 comienza la Gran Depresión, la peor crisis de desempleo en la historia económica mundial. En ese entonces, la teoría económica no tenía las herramientas adecuadas para hacerle frente a la crisis. Solo existían tres

⁷ GRICE-HUTCHINSON, Marjorie: *The School of Salamanca. Readings in Spanish Monetary Theory 1544-1605*. Clarendon Press. Oxford, 1952, pp. 2 y 33.

⁸ LOCKE, John: *Ensayo sobre el Entendimiento Humano*. Fondo de Cultura Económica. México D. F., 2005.

⁹ CANTILLON, Richard: *An Essay on Economic Theory*. Ludwig von Mises Institute. Trad. Chantal SAUCIER. Auburn, 2011.

¹⁰ HUME, David: «*Of Interest*». En: *Treatise of Human Nature*. Parte II. T. H. GREEN y T. H. GROSE, Edición. Londres, 1889. <https://oll.libertyfund.org/titles/704>.

¹¹ THORNTON, Henry: *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Londres, 1802.

¹² MILL, John Stuart: *Principles of Political Economy with Some of their Applications to Social Philosophy*. John W. Parker. Londres, 1848.

¹³ NEWCOMB, Simon: *Principles of Political Economy*. Harper and Brother. California, 1885.

¹⁴ FISHER, Irving: *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*. Macmillan. Nueva York, 1922.

¹⁵ DE FOVILLE, Alfred: *La Monnaie*. Kessinger. Whitefish, 2010.

¹⁶ VON MISES, Ludwig: *The Theory of Money and Credit*. Ludwig von Mises Institute. Auburn, 2010.

ideas fundamentales, pero desconectadas: la teoría cuantitativa, la identidad de FISHER, según la cual las tasas de interés suben al mismo ritmo que la inflación, y la teoría de la inversión de Knut WICKSELL. En cuanto al mercado laboral, los economistas clásicos, nombre con el que se conocen los economistas prekeynesianos, sostenían que el desempleo era causado por un exceso de oferta de trabajo en el mercado laboral, el cual estimularía a los trabajadores desempleados a ofrecer su trabajo por un salario menor al existente, aumentando la demanda de trabajo y equilibrando el mercado. Reconocían que el mercado laboral fallaba en ajustarse debido a las distorsiones causadas por los contratos firmados en términos nominales y varias legislaciones, como las del salario mínimo, de sindicalización y otras que dificultaban la propensión de los trabajadores a aceptar una reducción en el salario. Para los clásicos, la forma correcta de proceder era eliminar las distorsiones¹⁷.

3. Keynes y la síntesis neoclásica

En los años 30, un matemático convertido en economista, John Maynard KEYNES, escribe un influyente libro: *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, el cual conduce a la creación de una nueva área de estudio: la macroeconomía. La «teoría general» representa un punto de inflexión. Siendo que el mundo atravesaba por su mayor crisis de desempleo, la «teoría general» se enfoca en estudiar el desempleo.

La inflación, así como ha dañado el bienestar de la población, ha dañado la reputación de KEYNES. Durante los años 40, como la «teoría general» parecía ser validada por los hechos, se popularizó y marcó la agenda económica de los 30 años siguientes. El folklore popular ha asociado desde entonces el nombre de KEYNES con un desdén por la inflación, cuya única preocupación es el desempleo, el uso de políticas expansivas, y las ideas, ahora desacreditadas, de un divorcio permanente entre la inflación y el desempleo y de que las autoridades pueden fijar la tasa de interés para ubicar el desempleo en el nivel deseado. Pero esas percepciones son erróneas. KEYNES escribe su

¹⁷ PIGOU, A. C.: «Mr. J. M. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money». En: *Economica*. Vol. 3, N.º 10. Londres, 1936, pp. 115-132.

teoría general en 1936 y muere en 1946, al finalizar la guerra, por lo que no vive para aclarar muchos malentendidos.

KEYNES sentía tanta antipatía por la inflación como por el desempleo: «dudo si aquellos tienen razón y creen que un periodo de deflación generalmente hace menos daño que un periodo de inflación»¹⁸. En *The Economic Consequences of the Peace*, escribe: «Se dice que LENIN declaró que la mejor manera de destruir el sistema capitalista era corrompiendo la moneda. Mediante un proceso continuo de inflación, los gobiernos pueden confiscar, en secreto y sin ser observados, una parte importante de la riqueza de sus ciudadanos (...) LENIN ciertamente tenía razón»¹⁹. Luego KEYNES especifica cuatro formas en la que una inflación rápida debilita al sistema capitalista de libre mercado: i. la inflación imprevista, ii. la estabilidad de la moneda a largo plazo, iii. el descontento social que esto genera, porque ante la indignación popular, los gobiernos, responsables de tal inflación, le echan la culpa a los hombres de negocios, y al convertir a las empresas en los chivos expiatorios y en blancos de vilipendio, la inflación refuerza la actitud en contra de las empresas y debilita el soporte de lo que KEYNES llama «El elemento activo y constructivo de toda la sociedad capitalista», iv. la inflación tiende a engendrar remedios equivocados como regulaciones de precios y la búsqueda de ganancias que pueden hacer más daño que la inflación misma²⁰.

En *A Tract on Monetary Reform*, KEYNES expresa claramente su temor de que la inflación retarde la acumulación de capital e inhiba el crecimiento económico a largo plazo, y especifica tres formas en la que esto puede ocurrir. Primero, mediante el desincentivo al ahorro. Segundo, retardando la acumulación de capital al retrasar el reemplazo del capital depreciado y tercero, aumentando el riesgo de la inversión²¹.

¹⁸ KEYNES, John M.: «*A Treatise on Money. Vol. II: The Applied Theory of Money, 1930*». En: *Keynes' Collected Writings*. Vol. VI. Macmillan. Londres, 1971, p. 245.

¹⁹ KEYNES, John M.: «*The Economic Consequences of the Peace, 1919*» En: *Keynes' Collected Writings*. Vol. II. Macmillan. Londres, 1971, pp. 148 y 149.

²⁰ *Ibíd.*, p. 149.

²¹ KEYNES, John M.: «*A Tract on Monetary Reform, 1923*» En: *Keynes' Collected Writings*. Vol. II. Macmillan. Londres, 1971, pp. 27-29 y 33.

Al igual que FRIEDMAN, KEYNES acepta la teoría cuantitativa: «Esta teoría es fundamental. Su conexión con los hechos no es cuestionable»²², y en su análisis de política, la usa para recomendar la estabilización de los precios mediante una política monetaria anticíclica. Afirma que «la característica del ciclo económico (...) consiste en una tendencia de (los saldos reales) a disminuir durante el *boom* y aumentar durante la depresión»²³, y que «el momento de desinflar la oferta de dinero (...) es cuando los saldos reales están cayendo (...) y (...) el momento de inflar el dinero es cuando los saldos reales están aumentando, y no, como parece ser la actual práctica, al revés»²⁴.

En febrero de 1920, el *Chancellor of the Exchequer*, Austen Chamberlain, ante un brote de alta inflación en la postguerra, le consultan a KEYNES sobre cuál era la forma menos costosa de reducir la inflación, y si debía hacerse gradualmente o de golpe. KEYNES recomienda una «fuerte dosis de dinero costoso»²⁵, y cuando se le pregunta sobre el grado de restricción monetaria que estaría ganado a tolerar para detener la inflación, responde que «iría a la tasa que sea necesaria (...) y la mantendría así durante tres años»²⁶. Esa es la misma receta que recomienda FRIEDMAN 30 años más tarde cuando afirma: «La única cura para la inflación es reducir la tasa a la que crece el gasto total»²⁷.

Otro ingrediente monetarista en el análisis de KEYNES es el concepto de inflación como un impuesto sobre los saldos reales de dinero, el cual constituye una parte esencial del enfoque monetarista de la inflación. KEYNES argumenta que la inflación es «un método de imposición» el cual el gobierno usa para «asegurar el control sobre recursos reales, recursos tan reales como aquellos que obtiene mediante impuestos –ordinarios–»²⁸. «Lo que se

²² *Ibid.*, p. 61.

²³ *Ibid.*, p. 67.

²⁴ *Ibid.*, p. 149.

²⁵ HOWSON, Susan: «“A Dear Money Man”?: Keynes On Monetary Policy, 1920». En: *The Economic Journal*. Vol. 83, N.º 330. Oxford, 1973, p. 458.

²⁶ *Ídem.*

²⁷ FRIEDMAN, Milton: «*Inflation and Jobs*». En: *Newsweek*. Nueva York, 12-11-79, p. 97.

²⁸ KEYNES: *ob. cit.* («*A Tract on Monetary...*»), p. 37.

recauda imprimiendo dinero (...) es tanto como lo recaudado del público por un impuesto a la cerveza o el impuesto sobre la renta»²⁹.

En su *Treatise on Money*, KEYNES escribe su famosa «ecuación fundamental de precios» y la correspondiente distinción entre la «inflación de ingreso», definida como el aumento en el costo unitario de producción, principalmente el salario, y la «inflación de beneficio», definida como el aumento en el beneficio por unidad de producto. El precio es la suma de ambos componentes³⁰.

Es importante señalar que la inflación de ingreso es distinta a lo que hoy conocemos como «inflación de costos», que consiste en un aumento exógeno en el salario causado, por ejemplo, por «el poder y las actividades de los sindicatos»³¹. En vez, es el resultado endógeno inducido por un incremento en la demanda de trabajo y de otros recursos generados por una anterior inflación de beneficio, lo que Paul SAMUELSON llamará 40 años más tarde «estanflación».

KEYNES entonces analiza el efecto de un aumento en la oferta monetaria. «¿Por qué vía la inyección (...) de una mayor cantidad de dinero en el sistema monetario (...) traerá un nuevo equilibrio con un cambio en el nivel de precios? (...) el nuevo dinero estimula a los bancos a poner recursos a disposición de aquellos prestatarios que estén dispuestos a emplearlos, si se les ofrece en términos satisfactorios»³². Continúa afirmando que eso influirá sobre los empresarios de tres maneras: «i. La menor tasa de interés estimulará la producción de bienes de capital al aumentar sus precios (...) ii. (...) ciertos empresarios ahora podrán ofrecer empleo a una cantidad adicional de factores de producción a las tasas de remuneración existentes (...) iii. Algunos empresarios ahora estarán dispuestos a aumentar su producción». Este es el efecto de la demanda agregada sobre la producción³³.

²⁹ *Ibíd.*, p. 52.

³⁰ *Ibíd.*, p. 140.

³¹ *Ibíd.*, p. 151.

³² *Ibíd.*, pp. 235 y 236.

³³ *Ibíd.*, p. 236.

Al analizar el equilibrio, KEYNES afirma: «el efecto del dinero nuevo en los precios será rápido (...) Pero (...) no debemos (...) suponer que se ha establecido un nuevo equilibrio en esta etapa. Mientras los empresarios disfruten de ganancias inesperadas (...) la posición es inestable. Ellos ofertarán entre sí por los servicios de los factores de producción, hasta que estos últimos hayan alcanzado un nivel en el que los costos de producción y los ingresos de la venta vuelvan a ser iguales»³⁴. Culmina afirmando: «Se habrá establecido un nuevo equilibrio cuando ambos P y MV/Q estén a un nivel más alto (...) correspondiente al mayor (...) volumen de dinero»³⁵. Esta es la neutralidad de dinero a largo plazo, en el cual el nivel de precios aumentará al mismo nivel que el aumento en la cantidad de dinero.

La evidencia más convincente de su continua y fuerte oposición a la inflación la escribe en cuatro artículos publicados en 1937, un año después de la publicación de su *Teoría general...*, que aparecen reproducidos en HUTCHISON³⁶. Argumenta KEYNES que, aunque la tasa de desempleo en 1937 era muy alta 12,5 %, estaba en su nivel mínimo no inflacionario, y que la presión de la demanda debía ser restringida para prevenir la inflación. «Creo (...) que nos estamos aproximando, o hemos alcanzado, el punto donde no hay mucha ventaja en aplicar un mayor estímulo general»³⁷.

El mundo se hubiera ahorrado 30 años de discusión teórica si hubiera prestado atención al pensamiento de KEYNES de forma integral, en vez de enfocarse solamente en su «teoría general». En efecto, al igual que los keynesianos, KEYNES reconoce que un aumento en la demanda agregada disminuye la tasa de interés, estimulando la inversión y con ella, la producción y el empleo. Pero coincide con FRIEDMAN en que posteriormente los salarios subirán causando recesión con inflación, fenómeno al cual SAMUELSON acuña el término «estancamiento», y que a largo plazo habrá un nuevo equilibrio, el cual ocurrirá donde el aumento en el precio sea igual al aumento monetario. En efecto, la obra de KEYNES refleja la llamada «síntesis neoclásica» tres décadas antes de que, en

³⁴ *Ibíd.*, pp. 241 y 242.

³⁵ *Ibíd.*, p. 242.

³⁶ HUTCHISON, T. W.: *Keynes versus the «Keynesians»...*? The Institute of Economic Affairs. Londres. 1977.

³⁷ *Ibíd.*, pp. 11, 44 y 65.

marzo de 1968, FRIEDMAN pronunciara su famoso discurso presidencial ante la American Economist Association «*The Role of Monetary Policy*».

La agenda de investigación que comenzó a partir de entonces con intensidad tuvo dos vertientes que fueron en paralelo. Una, cómo reconciliar la macroeconomía con la microeconomía, es decir, cómo fundamentar la teoría macroeconómica construida con la hipótesis de que los individuos toman sus decisiones racionalmente, entendiendo por decisión racional, el hecho de que, al momento de tomar una decisión, el individuo escogerá aquella opción que considere es la que más le gusta o que cree que más le conviene. Lograr esta reconciliación fue una agenda que se logró finalmente a finales de los años noventa. La otra vertiente consistió en encontrar la fuente de las rigideces, así como opciones de política para doblegarlas.

4. Rigideces, desempleo y ajustes

Si KEYNES, FRIEDMAN y los keynesianos convienen en que la causa de la inflación es el crecimiento monetario y que el dinero es neutral, entonces no existe ninguna ganancia en expandir el gasto para obtener una ganancia temporal en términos de empleo y terminar con un nivel permanente de inflación más alta. Por ende, resulta evidente de que el objetivo de la política monetaria debe ser mantener la inflación baja y estable a largo plazo y, en consecuencia, también el crecimiento monetario.

Al analizar el efecto de una disminución en la oferta monetaria, KEYNES afirma: «un retiro de dinero del sistema monetario, al reducir las reservas de los bancos miembros, influye sobre estos últimos retirando recursos de los prestatarios»³⁸. Posteriormente, el proceso de desinflar sigue un curso en reverso al analizado arriba: un menor crecimiento monetario aumenta la tasa de interés, desestimulando la inversión y haciendo disminuir la producción y el empleo. Luego, los salarios irán disminuyendo hasta que el equilibrio se restablezca. Pero el análisis no es completamente simétrico, debido a la resistencia de los trabajadores a ver sus salarios disminuidos.

³⁸ KEYNES: ob. cit. («*A Treatise on Money...*»), p. 236.

Aunque KEYNES coincidía con los Clásicos en que el desempleo era causado por un exceso de oferta de trabajo, pensaba que las rigideces eran parte de un tejido económico que no se podía combatir y, por ende, la economía retornaría muy lentamente, si es que lo hacía, al equilibrio de manera natural: «El periodo de depresión ha exigido su pena de las clases trabajadoras más en forma de desempleo que por una reducción de los salarios reales»³⁹. KEYNES pensaba que estas rigideces no solo impedían un ajuste hacia abajo en los precios y los salarios, sino también hacia arriba. Al referirse a la teoría cuantitativa, señala que la teoría como es expuesta afirma que un mero cambio en la cantidad de dinero no podía afectar las variables reales, de donde sigue que «una duplicación arbitraria de n –oferta monetaria– (...) debe tener el efecto de elevar p –los precios– al doble (...) La teoría cuantitativa a menudo se establece en esta forma, o en otra similar. Ahora “en el largo plazo” es probable que esto sea cierto (...) Pero este “largo plazo” es una guía engañosa para los asuntos actuales. A “largo plazo” todos estaremos muertos. Los economistas se plantean una tarea demasiado fácil, demasiado inútil, si en temporadas tempestuosas solo pueden decirnos que cuando la tormenta haya pasado, el océano volverá a estar tranquilo». Esto muestra que la línea de pensamiento de KEYNES antes de 1936 estaba posiblemente más cerca del pensamiento macroeconómico moderno que la misma «teoría general». La rigidez de la economía, en consecuencia, justificaba una política macroeconómica activa para aumentar el empleo estimulando la demanda total con políticas monetarias y fiscales.

A esta misma conclusión habían llegado los macroeconomistas a comienzos de los 70. FRIEDMAN, al igual que KEYNES, recomienda una política fuertemente restrictiva para doblegar la inflación. Pero, ¿cuál sería la herramienta de política monetaria más apropiada? La elección inicial parecía obvia. Si la inflación era ocasionada por una aceleración en la cantidad de dinero, la solución debería ser una disminución en el crecimiento monetario: un «ancla monetaria». Sin embargo, históricamente, el ancla natural bajo el patrón oro fue el «ancla cambiaria», ya que bajo ese sistema monetario internacional, la oferta de dinero estaba determinada por la cantidad de oro en las minas y el comercio internacional, aunque los países con frecuencia usaban ambas anclas.

³⁹ *Ibíd.*, p. 28.

El colapso de Bretton Woods y la alta inflación de los 70 replantea el tema. En los 80, siendo la ortodoxia predominante el monetarismo, los bancos centrales optan por anclas monetarias. La agenda de LUCAS y los nuevos Clásicos en el sentido de que, si las expectativas eran racionales, el ajuste sería rápido si la gente recibía la información correcta⁴⁰, parecía respaldar dicha adopción, pero la experiencia de Paul VOLCKER y el experimento monetarista en los Estados Unidos en 1980 demostraron que, aunque el programa funcionaba, lo era a un alto costo en términos de desempleo⁴¹. El problema se debió parcialmente a la dificultad para estimar la demanda de dinero, debido a la desregulación y a la innovación financiera de los 80 y los 90, pero principalmente, tal como había pensado KEYNES, a las rigideces de la economía.

En los 80 y los 90, algunos países en Latinoamérica adoptaron anclas cambiarias: mantenían el tipo de cambio fijo como señal de estabilización de los precios en un intento por calmar las expectativas, quebrar las rigideces y frenar la inflación, pero el resultado fue igualmente desalentador. La inercia al alza en los salarios con una inflación inicialmente estable causaba una apreciación real, creando un aparente *boom* que disminuía las exportaciones netas, creando problemas en la balanza de pagos que usualmente terminaban en una crisis cambiaria, una drástica devaluación y una consecuente recesión.

La experiencia del debate entre utilizar un ancla monetaria o un ancla cambiaria en respuesta a una inflación alta y crónica es que las estabilizaciones basadas en un ancla cambiaria crean un auge inicial en el consumo seguido de una depresión, mientras que las estabilizaciones basadas en un ancla monetaria generan una caída del consumo seguida de una recuperación. En consecuencia, los responsables de la política usualmente elegían el ancla motivados políticamente, dependiendo del momento de las siguientes elecciones⁴².

⁴⁰ LUCAS, Robert E.: «*Expectations and the Neutrality of Money*». En: *Journal of Economic Theory*. Vol. 4, N.º 2. Nueva York, 1972, pp. 103-124.

⁴¹ WALSH, Carl E.: «*October 6, 1979*». En: *FRBSF Economic Letter*. San Francisco, 03-12-04, pp. 1-4.

⁴² FELIX, David: «*Latin America's Debt Crisis*». En: *World Policy Journal*. Vol. 7, N.º 4. Durham, 1990, pp. 733-771.

El debate sobre la elección del ancla apropiada continuó durante un tiempo hasta que, en Nueva Zelanda, las autoridades idearon una fórmula que ha probado ser bastante exitosa en vencer las rigideces. Un nuevo tipo de ancla basado en la transparencia de la información, atada a una permanente rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria, ambas políticas forzadas en su implementación mediante disposiciones legales. Es el llamado esquema de «metas de inflación».

5. Metas de Inflación

Las «metas de inflación» son un marco para la implementación de la política monetaria, en vez de un conjunto de reglas rígidas a ser implementadas. No todos los países la implementan de la misma forma, aunque, no obstante, contienen una serie de elementos esenciales que la caracterizan:

- i. Se reconoce explícitamente la estabilidad de precios como el objetivo principal de la política monetaria.
- ii. Se anuncia públicamente un objetivo cuantitativo para la tasa de inflación de los próximos periodos.
- iii. Se diseña una política monetaria coherente con la teoría y la evidencia empírica ampliamente aceptada, utilizando la mayor cantidad de información posible y necesaria.
- iv. Transparencia.
- v. Mecanismos de rendición de cuentas.

El esquema de metas de inflación plantea una «discreción restringida»⁴³, en el sentido de que establece un objetivo numérico preciso para la inflación en el mediano plazo y una respuesta a la coyuntura económica a corto plazo a la cual debe ceñirse estrictamente, de forma que el sector privado pueda anclar sus expectativas sobre la futura tasa de inflación. No obstante, le permite al banco central la discreción para reaccionar con rapidez ante coyunturas inesperadas. En este esquema, la autoridad monetaria hace un balance entre combatir el desempleo y estabilizar la inflación al fijar su trayectoria hacia el objetivo final, aunque los objetivos intermedios puedan cambiar

⁴³ KING, M.: «*Monetary Policy: Practice Ahead of theory*», 2005, www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf.

en el tiempo. Alcanzar los objetivos dependerá de la credibilidad del banco central. Cuando un banco central está tratando de ganar credibilidad, como en aquellos países con tradición de alta inflación, se le debe dar mayor peso a estabilizar la inflación⁴⁴.

Los estudios señalan que la inflación es menos persistente y las expectativas están mejor ancladas en los países que han adoptado metas de inflación⁴⁵. En los países emergentes, estudios del FMI señalan que los países que han adoptado metas de inflación tienen menor inflación, menor expectativa de inflación y menor volatilidad relativa a los países que no la han adoptado. Más aún, estos beneficios se han obtenido sin efectos adversos en la producción. El FMI también considera que «metas de inflación» pudo anclar mejor las expectativas de inflación durante el periodo de aumento en los precios del petróleo y los alimentos en 2007 que las economías emergentes⁴⁶.

Muchos países han adoptado metas de inflación como parte de un proceso más amplio de reformas políticas y económicas que frecuentemente procuran fortalecer la estructura institucional para la implementación de políticas, como, por ejemplo, darle la independencia legal al banco central. Metas de inflación también se ha adoptado como política monetaria para implementar una mejor política fiscal, especialmente en algunos países de Latinoamérica como Chile, Perú o Colombia, y también dotar al banco central de una mejor capacidad técnica y mejor calidad en el reporte de sus estadísticas⁴⁷. En el caso de Chile, por ejemplo, el Banco Central recibió asistencia técnica del Banco Central de Canadá (*Bank of Canada*) para ese propósito.

⁴⁴ HAMMOND, Gill: *State of the art of inflation targeting*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England. Londres, 2012, <https://econpapers.repec.org/bookchap/ccbhbooks/29.htm>.

⁴⁵ BALL, Laurence y SHERIDAN, Niamh: *Does Inflation Targeting matter?* National Bureau of Economic Research. Working Paper N.º 9577. Cambridge, 2003.

⁴⁶ IMF: *World Economic Outlook*, verano 2005, octubre 2008.

⁴⁷ GARRIGA, Ana Carolina: «*Central Bank Independence in the World: A New Data Set*». En: *International Relations*. Vol. 42, N.º 5. Londres, 2016, pp. 849 y ss.

Como el esquema de metas de inflación depende en buena medida de la tasa de interés para transmitir la política monetaria, algunos países emergentes han tomado pasos para fortalecer su sector financiero. Para conseguir este propósito, los países han procurado ceñirse a las normas financieras establecidas en los acuerdos de Basilea⁴⁸.

Los bancos centrales que han adoptado metas de inflación constituyen un grupo muy heterogéneo. Incluye nueve países industrializados y 18 países en desarrollo de todos los continentes. El primer país que adoptó metas de inflación fue Nueva Zelanda en 1989 y el más reciente fue Serbia en 2009.

Usualmente se considera que tener una baja inflación es una «condición previa» para implementar el esquema de metas de inflación. Esto debido a las dificultades de predecir la tasa de inflación en un ambiente de inflación alta y volátil, lo que dificulta alcanzar la meta. Si el banco central persiste en hacerlo corre el riesgo de perder su credibilidad, con la consecuencia grave y difícil de poder recuperarla⁴⁹. Esto explica por qué muchos bancos centrales han esperado hasta que la inflación estuviera bajo control antes de implementar formalmente metas de inflación. Algunos países han implementado el esquema de metas de inflación en buena medida en la práctica hasta que se sientan seguros de implementarla oficialmente, para no correr ese riesgo. Sin embargo, países como Israel y Guatemala lo hicieron con éxito como estrategia desinflacionaria, aunque en el caso de Israel, al principio lo adoptaron de manera informal⁵⁰.

¿Cómo se implementa el esquema de metas de inflación? Como este marco establece la estabilidad de precios como su principal objetivo de política monetaria, para conseguirlo se buscan herramientas de tipo legal. Los países que lo han adoptado formalmente han consagrado explícitamente las metas

⁴⁸ KANE, Edward J.: «*Basel II: A Contracting Perspective*». En: *Journal of Financial Services Research*. Vol. 32, N.ºs 1-2. 2007, pp. 39-53.

⁴⁹ SCHMIDT-HEBBEL, Klaus, WERNER, Alejandro: *Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate*. Central Bank of Chile. Working Papers 171. Santiago, 2002.

⁵⁰ HAMMOND: ob. cit. (*State of the art of inflation...*), *passim*.

de inflación en una ley especial, típicamente la Ley del banco central, e incluso en la Constitución. En algunos casos, la Ley del banco central también establece como objetivo subsidiario apoyar la prosperidad económica y el bienestar en general⁵¹.

No todos los países establecen metas de inflación de la misma forma. Existe una gran diversidad de mandatos legales en los distintos países. Por ejemplo, la legislación en Australia establece el doble mandato de estabilidad de precios y empleo, mientras que en Canadá la función principal del banco central es «promover el bienestar económico y financiero». Después de la crisis financiera de 2008, bancos centrales, como el Banco de Inglaterra, han ampliado su legislación para incluir un mandato de estabilidad financiera dentro del marco de metas de inflación.

Los bancos centrales con metas de inflación tienen independencia estatutaria, por ende, tienen autonomía para establecer el objetivo de la política monetaria e independencia para elegir el instrumento para implementarla, sin permitir la influencia del Gobierno. Según el Banco de Inglaterra, en 2012 había 27 bancos centrales que habían adoptado metas de inflación, incluyendo al Banco Central Europeo. Desde entonces, los Estados Unidos y Japón también la han adoptado. Además de los países de la zona euro, los países que actualmente han adoptado metas de inflación oficialmente son Argentina, Armenia, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, Filipinas, Georgia, Ghana, Guatemala, India, Indonesia, Islandia, Israel, Japón, Kazajistán, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rumania, Rusia, Serbia, Sudáfrica, Suecia, Tailandia y Turquía. Todos los bancos centrales de los 29 países con metas de inflación son independientes del Ejecutivo. En 15 de los 29 países, la meta se determinada en conjunto entre el Gobierno y el banco central. Además de los países de la eurozona, en 11 casos, el banco central establece el objetivo, y en solo tres casos –Noruega, Sudáfrica y el Reino Unido–, el Gobierno establece

⁵¹ BERNANKE, Ben S. y MISHKIN, Frederic S.: (1997) «*Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*». En: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 11, N.º 2. Pittsburgh, 1997, pp. 97-116.

el objetivo. De los nueve países industrializados, los Estados Unidos, Japón y Suecia son los únicos países donde el Gobierno no participa⁵².

La meta de inflación en los países industrializados está entre 1 % y 3 % interanual, lo que hace difícil para los gobiernos de estos países adoptar un objetivo de inflación más alto, ya que esto socavaría la credibilidad. Por lo tanto, incluso si el Gobierno es el único que establece el objetivo, en la práctica, en los países industrializados, el Gobierno está muy limitado cuando establece una meta para la estabilidad de precios.

Entre los países en desarrollo y emergentes que han adoptado metas de inflación, en ocho casos, principalmente en Latinoamérica, el objetivo lo determina el banco central, y en los otros nueve casos, se determina conjuntamente. En la práctica, sin embargo, en Colombia y Guatemala, el ministro de Finanzas pertenece a la directiva del banco central, por lo que hay cierta influencia del Gobierno para establecer la meta de inflación.

¿Cuál debe ser el objetivo de la inflación? Existe cierto desajuste entre la teoría y la práctica sobre este punto. En teoría, la tasa de inflación óptima es cero⁵³. En la práctica, todos los bancos centrales con metas de inflación establecen objetivos mayores que cero. ¿Por qué? Las razones son de orden práctico:

i. La primera razón es puramente estadística. Los índices de precios al consumidor (IPC) tienden a exagerar la verdadera inflación en alrededor de 0,5 % cuando la inflación es baja por lo que se requiere un margen mayor que cero para compensar este efecto.

ii. Aun si el índice de precios al consumidor reflejara exactamente cuál es la tasa de inflación y la tasa de inflación en efecto fuese cero, si se presentase una recesión, como la ocasionada por la desaceleración económica mundial en 2008-2009, la economía caería en deflación, es decir, los precios bajarían,

52 HAMMOND: ob. cit. (*State of the art of inflation...*), *passim*.

53 FRIEDMAN, Milton: *The Optimum Quantity of Money*. Macmillan. Londres, 1969.

pero el costo de una deflación es aún peor que el costo de la inflación. Por ende, es preferible tener una tasa de inflación positiva que sea inofensiva.

iii. Si hay rigideces a la baja en los precios y los salarios, en presencia de una recesión, no se podría estimular el empleo. En ese caso, una tasa de inflación pequeña permitiría vencer las rigideces de los salarios a la baja y generar empleos sin causar perjuicio importante a los ya empleados.

Basados en estos argumentos, los bancos centrales se han enfocado en establecer como meta de inflación un nivel inofensivo. El consenso pareciera estar en un rango entre 1 % y 3 % y que una inflación por encima de 4 % comenzaría a afectar el bienestar de la gente. Por ejemplo, Chile, Colombia, Corea del Sur, Hungría y México tienen una meta de inflación de 3 %. Perú la estableció 2 %. República Checa en 2 %, Polonia en 2,5 %. Con frecuencia, se establece un rango de ± 1 . El horizonte de tiempo para alcanzar la meta depende de si la inflación está dentro del rango establecido. En todos los países con metas de inflación, con excepción de Ghana, el horizonte es de dos años a tres años. Esto tiene la ventaja de anclar las expectativas de inflación y permitir explícitamente divergencias de la meta a corto plazo cuando el desempleo aumenta⁵⁴.

Todos los países con metas de inflación utilizan el índice de precios al consumidor como su objetivo para fines prácticos y operacionales. Esto se debe principalmente a razones prácticas y operativas, ya que el IPC está disponible mensualmente, mientras que otras medidas, que pudieran ser mejores por razones teóricas, no están disponibles con esa frecuencia. Adicionalmente, el IPC tiene la abrumadora ventaja de que el público está familiarizado con él⁵⁵.

Para decidir su política, los bancos centrales con metas de inflación tienen un «Comité de toma de decisiones» que se reúne periódicamente. Las reuniones son anunciadas públicamente y en ellas se decide qué tasa de interés

⁵⁴ MANKIW, N. Gregory; REIS, Ricardo: «*What Measure of Inflation Should a Central Bank Target?*». En: *Journal of the European Economic Association*. Vol. 1, N.º 5. Oxford, 2003, pp. 1058-1086.

⁵⁵ SVENSSON, Lars E. O.: «*Open-economy inflation targeting*». En: *Journal of International Economics*. Vol. 50, N.º 1. Ámsterdam, 2000, pp. 155-183.

o cualquier otra medida de política necesaria para alcanzar la meta de inflación. En la práctica, existe una gran variedad de cómo funcionan estos comités:

- i. En Nueva Zelanda, las decisiones las toma el gobernador del Banco Central, aunque existe un comité de dos personas externas al banco central que lo asesoran.
- ii. En Israel, hay «Comité Monetario» de seis miembros que toma las decisiones.
- iii. En la eurozona y en trece países, la decisión política es tomada por la junta directiva del banco central.
- iv. En once países hay un Comité de Política Monetaria que decide las tasas de interés.
- v. En el Reino Unido, la ley exige que todos los miembros del Comité de Política Monetaria sean nombrados con base en su experiencia en política monetaria.
- vi. En Armenia y las Filipinas hay un comité de expertos que hace recomendaciones a la directiva del Banco Central, cuya directiva es formalmente responsable de la decidir la política monetaria.

El fundamento de un «Comité de Política Monetaria» separado a la Junta Directiva del Banco Central es delegar la decisión de política monetaria a los expertos en política monetaria.

El tamaño promedio del Comité de toma de decisiones es de siete personas. Polonia tiene el comité más grande con diez. Varios bancos centrales tienen cinco miembros en su comité. Algunos comités están integrados por funcionarios internos del banco central y un número igual de expertos externos. En una minoría de casos como Colombia, Guatemala y las Filipinas, el Gobierno está representado en el Comité de toma de decisiones. En Hungría, Rumania, el Reino Unido y Turquía, un miembro del Gobierno asiste como observador, sin derecho a voto.

En la mayoría de los países con metas de inflación, 20 de los 29, las resoluciones del Comité de toma de decisiones se hacen por mayoría simple.

El presidente del banco usualmente tiene voto doble en caso de empate. En ocho bancos centrales debe haber consenso, y en Nueva Zelanda el presidente del banco central toma la decisión.

En la mayoría de los bancos centrales las directivas se reúnen entre ocho y doce veces por año. En periodos excepcionales, el Comité puede reunirse con mayor frecuencia. Entre los bancos centrales con metas de inflación, catorce bancos se reúnen 12 veces al año y 10 de ellos nueve veces al año. En Ghana, Noruega, Sudáfrica y Suecia, el Comité de Política Monetaria se reúne seis veces al año⁵⁶.

El sistema de metas de inflación requiere una gran capacidad técnica en el banco central para construir modelos macroeconómicos, comprender cómo la política monetaria se transmite al resto de la economía y pronosticar los niveles de inflación, producción y empleo. Para ello, los bancos centrales con metas de inflación utilizan un conjunto de modelos matemáticos diseñados por expertos que les permite disponer de elementos de juicio para la formulación de políticas. Estos elementos se construyen con información estadística confiable y con una alta capacidad técnica de los funcionarios que realizan la modelación matemática. De allí que resulta indispensable disponer de una oficina de estadísticas con alta capacidad técnica y un personal altamente calificado. En el caso de Chile, por ejemplo, el banco central fue asesorado por el Banco Central de Canadá para construir la capacidad técnica necesaria para la implementación del sistema de metas de inflación. Basados en estos modelos, todos los bancos centrales con metas de inflación publican sus pronósticos de inflación y las principales variables económicas, generalmente trimestralmente⁵⁷.

Un componente clave en la implementación de metas de inflación es la transparencia y la rendición de cuentas, por lo que se posee un marco legal para poder disponer de mecanismos fiables en su implementación. Existe una amplia

⁵⁶ BLINDER, Alan S.: «*Monetary policy by committee: Why and how?*». En: *European Journal of Political Economy*. Vol. 23, N.º 1. Ámsterdam, 2007, pp. 106-123.

⁵⁷ MARTIN, Christopher y MILAS, Costas: «*Modelling Monetary Policy: Inflation Targeting in Practice*». En: *Economica*. Vol. 71, N.º 282. Oxford, 2004.

literatura sobre la relación entre la independencia del banco central y la rendición de cuentas. La estructura institucional en cada caso refleja el intento de equilibrar mecanismos detallados para que el banco central rinda cuentas de su política monetaria. En el Reino Unido, por ejemplo, se hicieron las reformas necesarias en la década de los noventa para garantizar la independencia y la rendición de cuentas del Banco de Inglaterra frente a la Cámara de los Comunes. En Nueva Zelanda se aprobó un sistema detallado de monitoreo legal para tales propósitos, donde una Junta Directiva supervisa la función del gobernador, quien es oficialmente responsable de conducir la política monetaria⁵⁸.

Los regímenes de metas de inflación han establecido formas específicas de rendición de cuentas ante el Parlamento, en particular las «cartas abiertas» y las audiencias parlamentarias. Las cartas abiertas generalmente son cartas escritas por el gobernador en nombre del Comité de Política Monetaria al gobierno en caso de que la inflación no alcance la meta de inflación prevista, y en ella se requiere que el banco central dé explicaciones sobre por qué la inflación no alcanzó la meta prevista, qué medidas está tomando para que la inflación vuelva a su objetivo y cuándo se espera que esto suceda. La carta abierta está diseñada como parte del proceso de comunicación y rendición de cuentas, y no se considera una «censura» al banco central. La legislación original para el Banco de Inglaterra en 1997, por ejemplo, incluía el requisito de una carta abierta si la inflación se desviaba de la meta en más de 1 % en cualquier dirección. La comunicación y las reuniones entre el banco central y el Parlamento debe ser de dominio público.

Otro mecanismo importante de rendición de cuentas son las audiencias parlamentarias, en las cuales el banco central comparece ante el Parlamento para brindar testimonio sobre la política monetaria. Todos los países industrializados y la mitad de los países emergentes y en desarrollo tienen algún tipo de audiencia parlamentaria como parte de su marco de metas de inflación.

⁵⁸ WALSH, Carl E.: «*Accountability, Transparency, and Inflation Targeting*». En: *Journal of Money, Credit, and Banking*. Vol. 35, N.º 5. Nueva Jersey, 2003, pp. 829-849.

Las cartas abiertas y las audiencias parlamentarias son las principales formas de rendición de cuentas ante el Parlamento. También existen mecanismos de rendición de cuentas que hacen que el gobernador o el Comité de Política Monetaria sean responsables ante la Junta Directiva del Banco Central y que el Banco Central sea el responsable ante el público. La responsabilidad pública generalmente se realiza a través de publicaciones o estrategias de comunicación más amplias.

Como metas de inflación es un marco de toma y comunicación de decisiones, los bancos centrales que planean introducir metas de inflación deben, como requisito previo y clave, establecer una política de comunicación estratégica. La comunicación es una parte integral de un marco de metas de inflación. Aunque todos los bancos centrales se han vuelto más transparentes desde principios de los 90 y dicha apertura ha reemplazado a la mística como una guía para la política monetaria, el esquema de metas de inflación es aún más transparente. Los bancos centrales con mayor transparencia son el Banco de Reserva de Nueva Zelanda, el *Riksbank* de Suecia, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional Checo, el Banco de Canadá, el Banco Central Europeo y Banco Central de Filipinas.

Ha habido cierta convergencia sobre cómo debe ser la comunicación del banco central. La mayoría de los bancos centrales comunican sus objetivos de política monetaria de forma explícita. La mayoría publica su análisis sobre las condiciones económicas, incluidas las perspectivas de crecimiento e inflación, así como los principales riesgos para esa perspectiva y explican las razones de sus decisiones de política. Las principales diferencias en la estrategia de comunicación radican en la cantidad de información que se revela sobre las diferencias de opinión entre sus directores y en la orientación, ya sea explícita o implícita, futura de la política.

En metas de inflación, el principal vehículo de comunicación es el «Informe de inflación». Los 29 países con este sistema publican este informe trimestralmente. El Informe de inflación generalmente presenta la evaluación del Banco Central de las condiciones económicas y su opinión sobre las perspectivas

de inflación y crecimiento, incluidas sus proyecciones para estas y otras variables. Los principales riesgos al alza y a la baja para las proyecciones y escenarios alternativos a menudo se incluyen. El otro objetivo principal del Informe de inflación es explicar la razón detrás de las recientes decisiones de política monetaria.

Otra publicación importante son las «Actas» de las reuniones donde se formula la política. Veinte países y el Banco Central Europeo publican esas actas, generalmente después de un lapso de dos a cuatro semanas, aunque el Banco Central de Brasil y el Banco Nacional Checo las publican ocho días después de la reunión de política. La publicación de las actas se está volviendo más común en los países de mercados emergentes. Dos tercios de estos países ahora publican las actas de la reunión sobre políticas. Existen 18 bancos centrales que toman sus decisiones mediante el voto de sus directivos y seis de ellos publican los votos de cada integrante, estos son, Chile, Hungría, Polonia, Reino Unido, República Checa y Suecia. Brasil, Islandia y Tailandia revelan el balance de la votación y Colombia revela si hubo una decisión unánime o mayoritaria.

Una razón para publicar votos individuales consiste en brindarle a los mercados más información sobre los puntos de vista de quienes formulan la política. En el Banco de Inglaterra, revelar los votos individuales también concuerda con el principio de responsabilidad individual de los miembros del Comité de Política Monetaria. Publicar el balance de votos es una forma alternativa de proporcionar información sobre los puntos de vista del comité sin revelar las identidades de los votantes. Un argumento para no revelar los votos individuales es que les facilita a los miembros del Comité cambiar de opinión. Dado que los detalles de la votación contienen información sensible al mercado, existe un argumento para publicarla cuando se anuncie la decisión de la tasa de interés, y no posteriormente, cuando se publiquen las actas.

Los países con metas de inflación publican detalles de las decisiones de política monetaria inmediatamente después de las reuniones, y es usual dar a la prensa estas decisiones. En 19 países, se realizan conferencias de prensa para explicar estas decisiones.

Conclusión

Este ensayo comienza presentando un breve recuento sobre la evolución del pensamiento macroeconómico. Una de sus principales conclusiones es que la estructura básica del conocimiento macroeconómico ya había estado plasmada en el pensamiento de KEYNES antes de su famosa «teoría general», el cual, por alguna razón, no se reflejó después en los modelos que utilizaron los llamados keynesianos, a quienes KEYNES no conoció, para concluir en la misma estructura básica, el llamado Modelo Neoclásico treinta años después. El debate entre keynesianos y monetaristas, no obstante, fue muy rico en señalar muchos mecanismos útiles en la implementación de políticas. Proveer de microfundamentos a esos resultados y proveer conclusiones contundentes sobre la formulación de políticas fue la agenda que siguió en los veinte años siguientes. Uno de los resultados más contundentes ha sido la importancia de la credibilidad del banco central en la conducción de la política monetaria y del uso de herramientas legales para forzarla. La base de dicha credibilidad está en la transparencia y rendición de cuentas, la cual es esencial para vencer las rigideces y hacer menos dura la aplicación de políticas restrictivas para controlar los brotes de inflación. Es el marco de la política llamada «metas de inflación».

Los macroeconomistas del año 2000 pensaron que el estado del conocimiento para entonces había llegado a su cúspide, y que era poco lo que había que agregar. ¡Cuán equivocado estaban! La crisis de las hipotecas que comenzó en los Estados Unidos en 2007 les hizo ver que nuestro entendimiento sobre los canales entre el sistema financiero y el sistema monetario estaba lleno de agujeros. Al igual que como ocurrió con KEYNES setenta años antes, Ronald MCKINNON intentó llenar algunos de esos agujeros en los años sesenta, pero su agenda de investigación fue posteriormente echada al olvido, pero esa es una historia para otro ensayo.

* * *

Resumen: La inflación en el mundo ha sido un problema desde los sesenta. La crisis de los ochenta puso en evidencia su carácter monetario. Lo que hace costoso desinflar son las rigideces de la economía. Este artículo contribuye a la literatura en tres formas. Primero, argumenta que la llamada síntesis neoclásica, la conclusión a la que monetaristas y keynesianos llegaron a finales de los 60, había sido escrita por KEYNES en los años 20 y 30. Segundo, discute las dificultades de desinflar, la teoría que la fundamenta y la evidencia empírica y, tercero, explica cómo la credibilidad en la política monetaria, un enfoque llamado «metas de inflación», ha podido con bastante éxito vencer las rigideces y las dificultades en el control de la inflación. **Palabras clave:** Keynes, inflación, meta. Recibido: 30-11-19. Aprobado: 28-12-19.