

Nuevo Esquema de Metas Explícitas de Inflación en el Perú¹

Paúl Castillo B.

Resumen

En enero del 2002 el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) decidió cambiar su esquema de política monetaria, que desde inicios de la década del 90 se fundamentaba en el control de agregados monetarios, por un Esquema de Metas Explícitas de Inflación. El presente artículo analiza la racionalidad de este cambio en el régimen monetario, las particularidades de su aplicación en el Perú, por ser un país parcialmente dolarizado, y sus potenciales beneficios.

Desde inicios de los años noventa, el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMI) se ha implementado exitosamente en economías desarrolladas como Nueva Zelanda, Canadá, el Reino Unido, Australia, Suecia, Suiza, Islandia y Noruega. Recientemente, este esquema se ha venido implementando en economías emergentes, entre ellas Israel, República Checa, Brasil, México, Chile, Colombia, entre otras. Perú es el único caso de una economía emergente con dolarización que ha adoptado el EMI.

¿Qué es un EMI?

Es un esquema de política monetaria que comprende cuatro elementos:



1. Las opiniones vertidas en el presente artículo corresponden al autor y no representan el punto de vista del Banco Central de Reserva del Perú o el de sus Directores.

1. Anuncio público de una meta numérica para la tasa de inflación anual en el mediano plazo.

A diferencia de otros esquemas, como el control de agregados monetarios, en el EMI el Banco Central (BC) tiene como único objetivo el mantener la inflación dentro de un rango numérico, no existe compromiso con variables intermedias como son la emisión primaria o el tipo de cambio.

2. Una estrategia activa de producción de información (proyecciones).

En el EMI la proyección de la inflación, usualmente en un horizonte de uno a dos años, se convierte en la meta intermedia del BC. Desvíos positivos (negativos) de la inflación proyectada inducen incrementos (reducciones) en la tasa de interés que controla el BC.

3. Mayor transparencia: el EMI exige una permanente comunicación por parte del BC del porqué y bajo qué condiciones se toman las decisiones de política monetaria. Esta mayor transparencia, compensa en parte, la mayor flexibilidad que tiene el Banco Central para escoger sus instrumentos.

En el EMI el Banco Central (BC) tiene como único objetivo el mantener la inflación dentro de un rango numérico.

4. Evaluación continua del desempeño del banco central en el cumplimiento de su meta de inflación, que contempla formas

de sanciones para el Banco Central y sus directores en los casos de incumplir de manera injustificada la meta de inflación. En algunos casos, como en Nueva Zelanda, la penalidad incluye el despido y una sanción pecuniaria para los responsables de la implementación de la política monetaria.

¿Qué motivó la adopción del EMI en el Perú?

Fundamentalmente, las ventajas que éste ofrece sobre otros esquemas de política monetaria:

1. Ayuda a generar credibilidad y anclar las expectativas de inflación de una manera más rápida y creíble.

Bajo este esquema, el BC se compromete a una meta cuantitativa para la inflación, que no cambia en el tiempo y es fácilmente observable. La inflación se convierte en la única variable que guía las acciones de política monetaria. Estas características ayudan a que los agentes comprendan con mayor facilidad las acciones de política monetaria y que sus expectativas de inflación se fijen alrededor de la meta del banco central. Asimismo, al ser más predecible la inflación en el mediano plazo, se reduce la prima por riesgo inflación y se incentiva el desarrollo del mercado de deuda en moneda doméstica.

2. Garantiza mayor flexibilidad.

En el EMI, el BC no tiene la obligación de mantener la inflación dentro del rango meta todos los

periodos, sino que la meta se entiende como un compromiso de mediano plazo, esto es, el BC garantiza que la inflación volverá al rango meta. Por ejemplo, durante el año 2004, la inflación se mantuvo por encima del rango meta del banco central por tres meses, pero volvió luego rápidamente a ubicarse dentro del rango meta, sin que el Banco Central haya tenido que modificar su posición de política monetaria. El Banco Central justificó su accionar debido al carácter temporal del incremento del nivel de inflación que se generó por choques de oferta transitorios.

3. **Involucra menos riesgos asociados a errores a su implementación:** A diferencia de otros esquemas, como el de tipo de cambio fijo, en el que los costos de errores de política pueden resultar muy altos, usualmente enormes pérdidas de reservas y crisis bancarias y financieras, en el caso del EMI, los desvíos de la inflación respecto a su meta, implican únicamente una reducción temporal en las tasas de crecimiento, asociada a tasas de interés reales temporalmente más altas, que el Banco Central tendrá que imponer para corregir el desvío en la inflación.

Es importante precisar que la decisión de adoptar el EMI en el Perú se tomó en un contexto en el cual el

nivel de inflación se había reducido a niveles cercanos a cero, y la economía se encontraba en recesión, se necesitaba, por lo tanto, una ancla monetaria más clara y estable en el mediano plazo, que permitiera estabilizar las expectativas de inflación en el largo plazo. Asimismo, los agregados monetarios se volvieron menos informativos a media que se redujo la inflación², y con ello se hizo menos factible el control de la inflación bajo el esquema de control de agregados monetarios, requiriéndose por tanto mayor flexibilidad por parte del BC para fijar sus instrumentos.

La inflación se convierte en la única variable que guía las acciones de política monetaria. Estas características ayudan a que los agentes comprendan con mayor facilidad las acciones de política monetaria y que sus expectativas de inflación se fijen alrededor de la meta.

¿Cómo es el EMI en el Perú?

El EMI en el Perú es similar al que se ha establecido en otros países. Existe el compromiso público por parte del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) de mantener la inflación anual dentro de un rango meta de 2,5 % +/-1% por ciento, medida con el índice de precios al consumidor de Lima metropolitana³. El rango sin

2. La correlación entre la tasa de crecimiento de M2 y la inflación se redujo de 65 por ciento en el periodo 1992-1999 a menos de 5 por ciento para el periodo 2000-2002.
3. El Banco Central de Reserva del Perú goza de independencia consagrada en su ley orgánica. Además, esta independencia se ve reforzada por la explícita prohibición de financiar al sector público.

embargo, es uno de los más exigentes entre aquellos países que adoptaron este esquema y está por debajo de la inflación promedio de economías desarrolladas como los EE.UU. Según Armas y Grippa (2005), un rango más exigente facilita un proceso de desdolarización progresivo, al hacer más competitivo el nuevo sol, respecto al dólar norteamericano. Asimismo, el Banco Central de Reserva del Perú diseña acciones anticipadas de política monetaria basadas en proyecciones de la evolución de la inflación y actividad económica, y comunica, de manera continua al público de la racionalidad de estas acciones, a través de la producción del reporte de inflación, que se publica en los meses de enero, mayo y agosto, así como de notas de prensa mensuales sobre el programa monetario.



El EMI en el Perú asegura la continuidad de una política monetaria basada en el principio de mantener una inflación baja y estable, independientemente de quién esté a cargo de conducir el Banco Central.

Sin embargo, el EMI en el Perú incorpora aspectos distintivos que toman en cuenta los riesgos asociados a la dolarización de la economía. En particular, el BCRP mantiene una

cláusula de escape mediante la cuál en situaciones de estrés financiero y de volatilidad excesiva del tipo de cambio, el BCRP puede intervenir en el mercado cambiario para aminorar esta volatilidad, y de esta manera reducir los cos-

tos de fluctuaciones bruscas. Asimismo, como parte de su estrategia de política monetaria, el BCRP viene impulsando una serie de acciones orientadas a incentivar un proceso gradual de desdolarización, como, por ejemplo, la aprobación de la Ley 28300 del 1 de julio de 2004, que exige que los precios de los bienes se expresen obligatoriamente en moneda nacional.

¿Qué beneficios se esperan del EMI?

Fundamentalmente expectativas de inflación más bajas en el mediano plazo y mayor credibilidad en la política monetaria del BCRP a medida que se mantenga el cumplimiento de la meta de inflación. Asimismo, menor volatilidad en la inflación y tasas de interés nominales⁴. Una tasa de inflación menor y menos volátil en el mediano plazo tiene la ventaja de incentivar el desarrollo del mercado de activos financieros en moneda doméstica, reduciendo los niveles dolarización y con ello, los riesgos asociados al descalce de monedas.

En el aspecto institucional, el EMI en el Perú asegura la continuidad de una política monetaria basada en

4. Para una evaluación exhaustiva de los beneficios del EMI para un grupo grande de países ver Vega y Winkelried (2005) y Batini et al (2005).

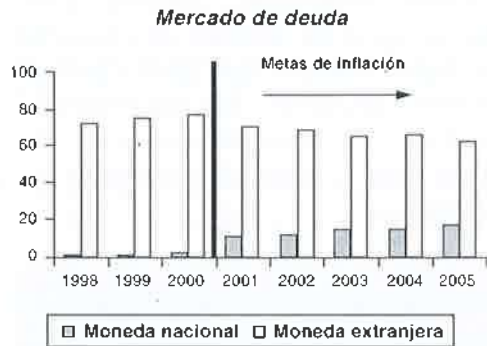
el principio de mantener una inflación baja y estable, independientemente de quién esté a cargo de conducir el Banco Central. Esto contribuye a reducir la incertidumbre sobre la evolución de la política monetaria en el mediano plazo, y debería aminorar la volatilidad en los mercados financieros asociada a la incertidumbre en la conducción de la política monetaria.

¿Cuáles han sido los resultados?

A pesar del corto tiempo de haberse implementado el EMI en el Perú, ya se están observando sus efectos positivos. El cumplimiento de la meta de inflación por parte del BCRP ha permitido anclar las expectativas de inflación de los agentes en el mediano y largo plazo. Además, ha reducido la volatilidad de la inflación.



Asimismo, el mercado de bonos en moneda nacional ha mostrado un dinamismo creciente, con mayores colocaciones y montos negociados, así como mayores plazos. La participación de los bonos nominales en moneda nacional ha pasado de 1 por ciento en 1998 a 18 por ciento en el 2005. Además, los plazos de los mismos se han extendido hasta 15 años con tasas de interés nominales por debajo de 8 por ciento.



Por su parte, las tasas de interés en moneda nacional, en particular la tasa de interés interbancaria, se han vuelto menos volátiles y están ahora más relacionadas con el resto de tasas del sistema financiero (ver Lahura, 2005).



¿Qué tareas están pendientes?

Si bien es cierto que el EMI en el Perú está mostrando resultados positivos, su continuidad y consolidación dependen en gran medida del avance que se logre en mejorar la institucionalidad en otras áreas, en particular en el área fiscal. Como muestra la experiencia y los desarrollos teóricos sobre el EMI, no es posible implementar con éxito este esquema si no existe una política fiscal consistente con el logro de la estabilidad monetaria. En ese sentido, en el Perú, una

reforma importante, todavía pendiente, es la de adoptar un esquema de reglas fiscales que garanticen un manejo prudente de las finanzas públicas independientemente de quién esté a cargo del Ministerio de Economía.

El EMI en el Perú asegura la continuidad de una política monetaria basada en el principio de mantener una inflación baja y estable, independientemente de quién esté a cargo de conducir el Banco Central.

Si bien es cierto, Ley N° 27245 de Prudencia y Transparencia Fiscal establece ciertos límites al déficit fiscal, no existen penalidades asociadas a su incumplimiento que generen los incentivos para cumplirla. Asimismo, se requiere continuar promoviendo el desarrollo del sistema financiero y del

mercado de capitales, para garantizar un accionar cada vez más eficiente de la política monetaria, puesto que estos mercados constituyen el principal vehículo a través del cual las acciones de política monetaria afectan la economía. En ese sentido, promover la reducción de la dolarización financiera para aminorar la vulnerabilidad del sistema financiero a fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, y de esta manera darle mayor flexibilidad al Banco Central para implementar su política monetaria, debe ser parte de la agenda de política económica para los futuros años.

No se debe olvidar que la creación de instituciones es un proceso largo que requiere constancia y mucho esfuerzo. El esquema de metas de inflación es una de esas instituciones que debemos cuidar y buscar consolidar, puesto que garantiza estabilidad monetaria en el largo plazo y con ello siembra las bases para un crecimiento sostenido.



FRONTIS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

BIBLIOGRAFÍA

ARMAS, Adrian y Francisco GRIPPA (2005) *Targeting Inflation in a dollarized Economy: The Peruvian Economy.* Banco Interamericano de Desarrollo, Documento de Trabajo N° 538

BATINI, Nicoletta, Kenneth KUTTNER, y Douglas LAXTON (2005) "Does Inflation Targeting Work In Emerging Markets?". En *World Economic Outlook*. Fondo Monetario Internacional.

CARARE, Alina, Andrea SCHAECHTER, Mark STONE y Mark ZELMER (2002). *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*. FMI, Documento de Trabajo 102.

LAHURA, Erick (2005). *Interest Rate Pass-through and Monetary Policy in Peru: 1995-2004*. Pontificia Universidad Católica del Perú. Mimeo.

MISHKIN, Frederic (2004). *Why the Federal Reserve should adopt inflation Targeting*. Universidad de Columbia. Mimeo.

VEGA, Marco y Diego WINKELRIED (2005) "Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?". *Journal of International Central Banking*, Volume 1, December.

Paúl Castillo B.

Profesor de la Facultad de Ingeniería Económica y Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Ingeniería y analista profesional de la Unidad de Investigación de la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú.