

Costos de reducir la inflación y la credibilidad de la POLÍTICA MONETARIA

ALEX CARRASCO*

Bajo un esquema de Metas Explícitas de Inflación, la credibilidad del banco central es fundamental para la efectividad de la política monetaria. Así, mientras más creíble sea el banco central será más sencillo cumplir con su compromiso: la estabilidad monetaria¹. En este artículo, usando el Modelo de Proyección Trimestral, se discute la relación entre la efectividad y la credibilidad de la política monetaria.



* Especialista en Modelos Macroeconómicos del BCRP.
alex.carrasco@bcrp.gob.pe

¹ Según el Art. 84 de la Constitución Política del Perú, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tiene como mandato único la estabilidad de precios.

Los objetivos de la política monetaria difieren entre países, algunos implementan un mandato único y, otros, un mandato doble. Los primeros tienen como finalidad la estabilidad de precios, como en el caso del Perú, mientras que los otros, además de lo anterior, deben asegurar un nivel adecuado de empleo (o algún otro indicador de actividad real). Estos objetivos se establecen en términos de estabilización de precios y/o producción debido a que la volatilidad de estas variables macroeconómicas afectan negativamente el bienestar de las personas (Woodford, 2001).

Asimismo, existe consenso en el hecho de que la estabilidad de precios –entorno de inflación baja y estable– provee beneficios sustanciales a las economías. En particular, un entorno así permite que las familias y las empresas tomen mejores decisiones por la menor incertidumbre sobre su poder adquisitivo y sobre los precios relativos; además, permite una mejor asignación de los recursos productivos. La estabilidad de precios también previene una sobreinversión en el sector financiero y disminuye las distorsiones generadas por la interacción del sistema tributario y la inflación. Todo esto sugiere que entornos de inflación baja y estable incrementan la eficacia de los recursos productivos empleados en la economía y, por ende, el bienestar de la población.

En línea con lo anterior, el BCRP adoptó un esquema de metas explícitas de inflación (MEI) con un rango meta de 1 a 3 por ciento². Dentro de este esquema, la credibilidad y reputación del banco central contribuye a que las expectativas, y por tanto, la inflación se encuentren dentro del rango meta. Así, mientras más creíble sea el banco central será más sencillo guiar la inflación hacia la meta y cumplir con su compromiso, lo que a su vez refuerza su credibilidad.

De esta forma, si la inflación se ubica por encima del rango meta, el banco central actuaría preventivamente para reducir la tasa de inflación elevando su tasa de interés, proceso conocido como desinflación. Cuanto más oportuna sea el alza de la tasa de referencia, menor es el desvío de la inflación esperada, y por tanto, menor el costo en términos de crecimiento que requiere la estabilización de la inflación en el corto plazo. En este contexto, una buena medida de este costo es el ratio de sacrificio (RS) que se define como la

“...mientras más creíble sea el Banco Central, será más sencillo cumplir su compromiso de estabilidad monetaria”

desviación anual acumulada del PBI respecto de su tendencia (en puntos porcentuales) por cada punto de reducción de inflación³.

MEDICIÓN DEL RATIO DE SACRIFICIO

En los modelos estándar, el ratio de sacrificio es una función de parámetros estructurales del modelo, es decir, de parámetros no influenciados por acciones de política monetaria. No obstante, diversos autores vinculan este RS a la credibilidad del banco central (Hu y Lansing, 2000; Ascari y Ropele, 2012; Gibbs y Kulish, 2015). Así, el RS es más bajo mientras más creíble sea el compromiso del banco central con la reducción de la inflación. A su vez, un bajo RS facilita la labor de estabilización de precios, ya que se puede lograr centrar la inflación en su nivel meta con menor volatilidad del producto.

Usando el Modelo de Proyección Trimestral (MPT) (Winkelried, 2013) se realiza un ejercicio de simulación para obtener una medida del ratio de sacrificio de la economía peruana bajo distintos grados de credibilidad de la política monetaria⁴. El ejercicio consiste en ver los efectos sobre crecimiento del PBI e inflación ante la reacción del banco central en un escenario donde la inflación se ubica por encima de la meta.

El Gráfico 1 muestra los resultados de este ejercicio. En primer lugar, se observa que el ratio de sacrificio es creciente mientras menor sea la cre-

² Este rango meta entró en vigencia en enero de 2007. La adopción de MEI por parte del BCRP se dio en 2002, inicialmente con un rango de 1,5 a 3,5 por ciento.

³ El ratio de sacrificio para el trimestre “t” se obtiene mediante,

$$RS_t = \frac{\sum_{\tau=0}^t (\Delta\%PBI_{\tau} - \Delta\%POT)}{\pi_t - \pi_0}$$

⁴ Las expectativas de inflación de los agentes viene determinada, principalmente, por un promedio ponderado de expectativas racionales (Muth, 1961) y adaptativas,

$$(1 - c_p)E_t\pi_{t+1} + c_p\pi_{t-1}$$

De esta forma, el parámetro que define el grado de credibilidad del banco central es c_p , ya que, en un contexto de menor credibilidad, las expectativas de inflación se mantienen más atadas a la inflación pasada que a las expectativas racionales.

dibilidad de la autoridad monetaria en el cumplimiento de su objetivo. Ello ocurre porque cuanto menor sea la credibilidad del banco central mayor y más persistente es el desvío de la inflación, y por tanto se requieren mayores elevaciones de la tasa de interés de la política monetaria. En largo plazo no hay costos en términos de producción lo que es consistente con la neutralidad del dinero en dicho horizonte⁵.

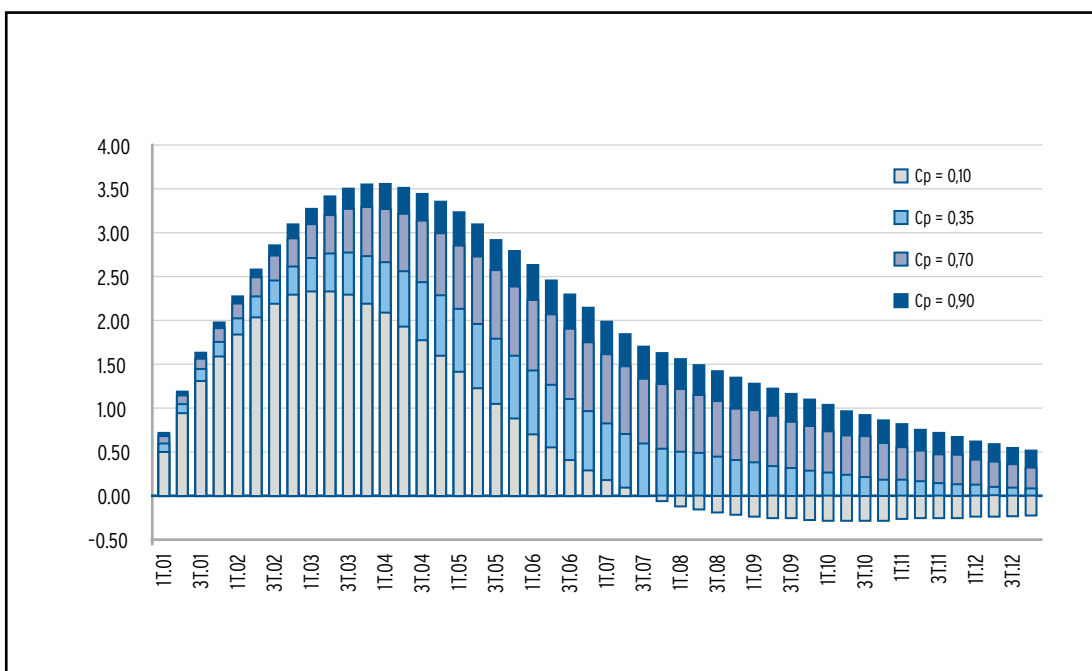
En la misma figura se observa que el ratio de sacrificio para la economía peruana puede llegar a situarse, como máximo, en un rango de 2 y 3,5 por ciento en 12 trimestres. ¿Cómo interpretar este número? Tomando en cuenta que se ha simulado la respuesta de la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PBI, los cálculos implican que el costo de reducir la inflación en 1 por ciento es un crecimiento promedio del PBI menor entre 0,17 y 0,30 por ciento por año respecto al potencial para los primeros cuatro años. Es decir, si la inflación está por encima de su meta y el banco central no reacciona a estos desvíos, la pérdida de credibilidad duplicaría el costo de guiar a la inflación a su nivel meta en el futuro.

La desviación anual acumulada del crecimiento del PBI respecto a su potencial es cero para un horizonte suficientemente amplio. Al comenzar el episodio de desinflación existe una pérdida de

“ El ratio de sacrificio es creciente mientras menor sea la credibilidad de la autoridad monetaria. ”

crecimiento del PBI, la cual es mayor a medida que se pierde credibilidad, que dura aproximadamente cuatro años; sin embargo, a partir de ese momento el crecimiento del PBI es mayor al crecimiento potencial de tal forma que la pérdida en crecimiento del PBI a largo plazo es cero (ver Gráfico 2).

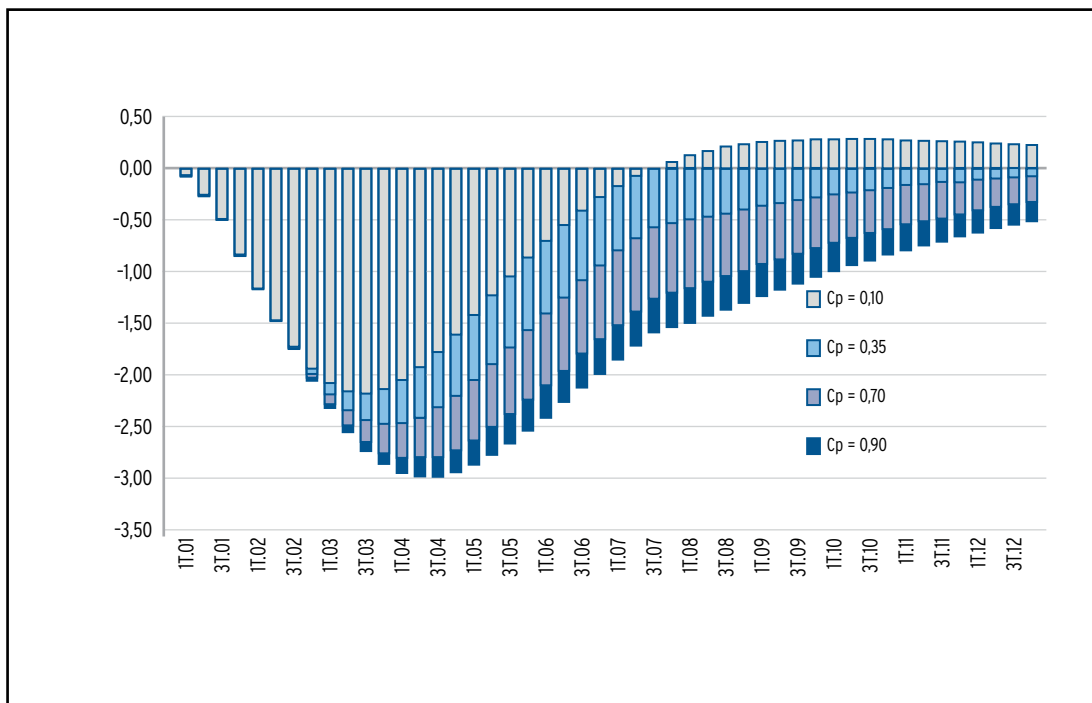
GRÁFICO 1 ■ Ratio de sacrificio*



* EL PARÁMETRO c_p MIDE LA CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL EN ESTE EJERCICIO; NIVELES MÁS BAJOS DE ESTE PARÁMETRO INDICAN LA MAYOR CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL.

⁵ Ello implicaría que no existe relación entre la política monetaria y el crecimiento económico real en el largo plazo. La evidencia muestra que esto se cumple para un régimen de baja inflación -menor al 13 por ciento (Carrera y Ramírez-Rondán, 2013). Véase también Rossini, 2001.

GRÁFICO 2 ■ Pérdida acumulada de crecimiento*



* EL PARÁMETRO c_p MIDE LA CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL EN ESTE EJERCICIO; NIVELES MÁS BAJOS DE ESTE PARÁMETRO INDICAN LA MAYOR CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL.

CONCLUSIÓN

De acuerdo con el MPT, el costo de reducir la inflación en 1 por ciento en el Perú sería la obtención de un crecimiento promedio del PBI menor al potencial (entre 0,17 y 0,30 por ciento por año para los primeros cuatro años). Por tanto, si la inflación está por encima de su meta y el banco central no reacciona a estos

desvíos, la pérdida de credibilidad duplicaría el costo de guiar a la inflación a su nivel meta en el futuro. Este costo se mantendrá relativamente bajo gracias a las acciones de política de ajuste oportunas llevadas a cabo por el BCRP, que han permitido mantener la inflación en el rango meta la mayor parte de meses desde que se adoptó este esquema.

BIBLIOGRAFÍA

- **Ascari, G. y Ropele, T. (2012).** "Disinflation in a DSGE Perspective: Sacrifice Ratio or Welfare Gain Ratio?" *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, vol. 36(2), pp. 169-182.
- **Carrera, C. y Ramírez-Rondán, N. (2013).** "Is Inflation Harmful to Long-Run Economic Growth? A Nonlinear Assessment". Banco Central de Reserva del Perú, mimeo.
- **Fuhrer, J. (1994).** "Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio". *Research Conference Series*. Federal Reserve Bank of Boston, vol. 38, pp. 43-84.
- **Gibbs, C. y Kulish, M. (2015).** "Disinflation in a Model of Imperfectly Anchored Expectations". *CAMA Working Papers 2015-36*, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy. The Australian National University.
- **Huh, C. y Lansing, K. (2000).** "Expectations, Credibility, and Disinflation in a Small Macroeconomic Model". *Journal of Economics and Business*, Elsevier, vol. 52(1-2), pp. 51-86.
- **McCallum, B. (2004).** "Long-Run Monetary Neutrality and Contemporary Policy Analysis". *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, vol. 22(S1), pp. 15-28, diciembre.
- **Mishkin, F. (2000).** "What Should Central Banks Do?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 82, #6, pp. 1-13.
- **Muth, J. (1961).** "Rational Expectations and the Theory of Price Movements". *Econometrica*, Vol. 29, No. 3 (Jul. 1961), pp. 315-335.
- **Rossini, R. (2001).** "Aspectos de la adopción de un régimen de metas explícitas de inflación en el Perú". *Revista Estudios Económicos* N° 7, pp. 7-19.
- **Winkelried, D. (2013).** "Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades". *Revista Estudios Económicos* N° 26, pp. 9-60.
- **Woodford, M. (2001).** "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy". *American Economic Review* Vol. 91, No. 2, *Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association* (mayo, 2001), pp. 232-237.