

El esquema de metas de inflación en América del Sur: evaluación y PERSPECTIVAS

MIRIAM LUNA*, FERNANDO PÉREZ**,
CARLOS MONTORO*** Y PAUL CASTILLO****



* Especialista, Departamento del Programa Monetario del BCRP
miriam.luna@bcrp.gob.pe



** Jefe, Departamento del Programa Monetario del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



**** Gerente de Política Monetaria del BCRP
paul.castillo@bcrp.gob.pe

La implementación del esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI) por parte de los bancos centrales de distintos países de América del Sur fue un factor determinante para la estabilidad macroeconómica en la región. Por ello, los autores hacen un recuento de este y otros factores que, junto con el reforzamiento de los canales de transmisión de política monetaria, permitirán, en última instancia, su mayor efectividad.

¹ Artículo basado en el Documento de Trabajo “Metas de Inflación en América del Sur: Nuevas Evidencias y Retos para el Futuro” preparado por el BCRP para la reunión del Mercosur de octubre de 2018. Además de Perú, estuvieron presentes los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay y Uruguay.

La adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI) por parte de distintas economías de América de Sur en los últimos años ha contribuido a la creación de un entorno macroeconómico más estable, con tasas de inflación y de expectativas más bajas y menos volátiles que en el pasado².

En la experiencia sudamericana existen varias similitudes y diferencias en la adopción del esquema MEI respecto a nuestro país. En primer lugar, no todos los países de la región han adoptado este régimen, como es el caso de Bolivia, que mantiene una meta de agregados monetarios, y Ecuador, que sigue un régimen de dolarización para el control de la inflación. Por otro lado, entre los países que sí lo han adoptado, un primer grupo lo realizó hace más de quince años (Brasil, Chile y Colombia: 1999; Perú: 2002³), mientras que en otro grupo, la adopción ha sido más reciente (Uruguay: 2007, Paraguay: 2011). En Argentina se siguió este régimen entre 2016 y septiembre 2018.

Las condiciones macroeconómicas iniciales en el momento de la adopción son distintas entre países. En el primer grupo, la inflación promedio se encontraba cerca de su meta, mientras que en el segundo, se ubicaba muy por encima de su meta en el momento de la adopción. En el caso particular de Perú, el esquema MEI se diseñó en el 2001, cuando la inflación era cercana a cero, con el objetivo de anclar las expectativas de inflación a un valor más sostenible en el largo plazo (actualmente de 1 a 3 por ciento).

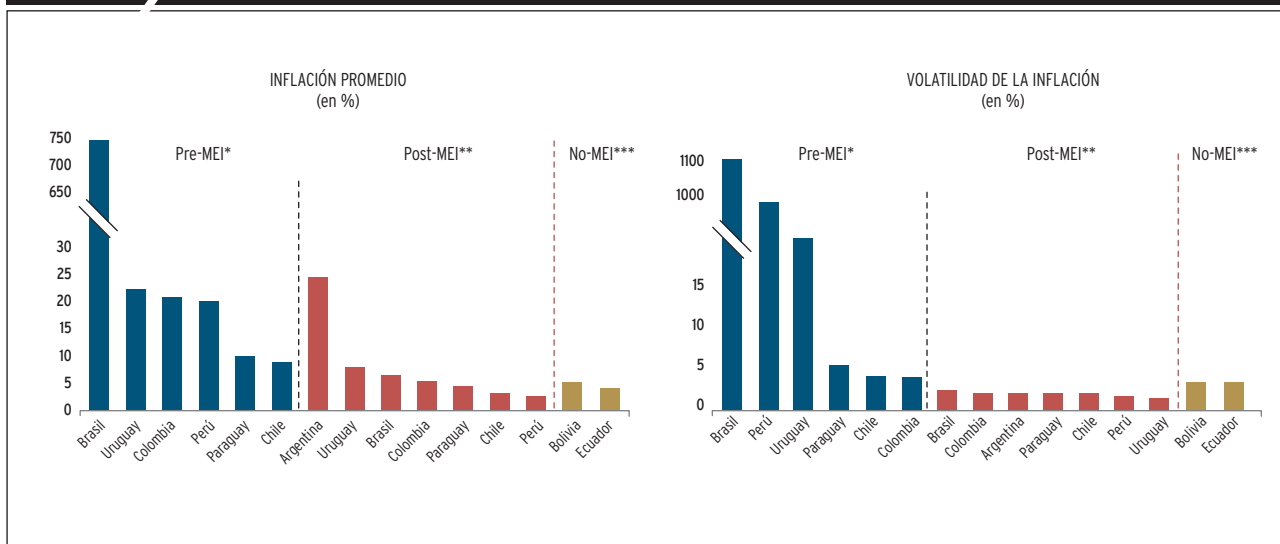
A lo largo de los años las metas de inflación han cambiado en varios casos, con el objetivo de fortalecer el régimen monetario y anclar las expectativas de inflación (Ireland, 2007). Así, por

ejemplo, Colombia redujo su meta puntual de 15 por ciento en 1999 hasta llegar a una meta centrada en 3 por ciento en 2010. Brasil lo hizo de 8 por ciento en 1999 a 4,5 por ciento en 2018, con cambios registrados también en la amplitud del rango. Perú cambió el centro de su rango meta de inflación de 2,5 por ciento a 2 por ciento en 2007, y Paraguay cambió el centro de su meta de 5 por ciento en 2011 a 4 por ciento en 2017. En Uruguay se ha modificado la amplitud del rango, pero el centro de la meta se mantiene en 5 por ciento. Desde el 2017, los países de la región no han tenido cambios en sus metas de inflación.

La tasa de interés de referencia es la meta operativa de política monetaria preferida por los bancos centrales, en especial por los que cuentan con el esquema MEI. Dicha elección resulta importante porque afecta la volatilidad de las tasas de interés

“ La implementación del esquema MEI en América del Sur ha contribuido a la estabilidad macroeconómica de la región. ”

GRÁFICO 1 ■ Efectos de la adopción del esquema de metas de inflación



² Ver por ejemplo Vega y Winkelried (2005).

³ En Perú el esquema de MEI se diseñó en 2001 y entró en vigencia en enero de 2002.

de corto plazo y, por tanto, es relevante para la transmisión de la política monetaria (De Mello y Moccerro, 2009). En particular, las tasas de interés son menos volátiles cuando se utiliza esta referencia respecto a cuándo se utilizan agregados monetarios. De hecho, en los países con el esquema MEI, la tasa de interés es el canal de transmisión más importante para la política monetaria, mientras que para aquellos que utilizan algún agregado monetario, este canal es de menor relevancia.

El instrumento a utilizar depende de la estructura del sistema financiero de cada país. Chile, Paraguay y Perú utilizan la tasa de referencia para préstamos interbancarios a un día sin colateral, mientras que en Colombia y Brasil se usa una tasa de referencia para préstamos con colateral. En Uruguay se utilizó hasta junio de 2013 como referencia la tasa de interés para préstamos interbancarios, para luego retornar al control de agregados monetarios (M1 ampliado: circulante, depósitos a la vista y en caja de ahorro). Finalmente, en Bolivia el instrumento operativo es el exceso de reservas (excedente de encaje legal).

Las decisiones de política monetaria se toman en todos los casos de forma colectiva, a través de un Directorio o Comité, cuyas características varían entre países. La elección de los miembros de estos grupos de decisión depende en casi todos los casos del Poder Ejecutivo, con acuerdo y/o ratificación del Parlamento o a propuesta de esa institución. En el caso de Perú, 3 de los 7 miembros del Directorio son nombrados por el Congreso de la República. Estos grupos de decisión tienen entre 3 (Uruguay) y 9 (Brasil) miembros, cuya duración varía de 4 a 10 años o es indefinida, en el caso de Brasil. En la mayoría de países está permitida la reelección. Chile, Colombia, Paraguay y Bolivia tienen renovación progresiva, es decir que no todos los miembros son nombrados a la vez, lo que aísla la elección de los miembros del ciclo político.

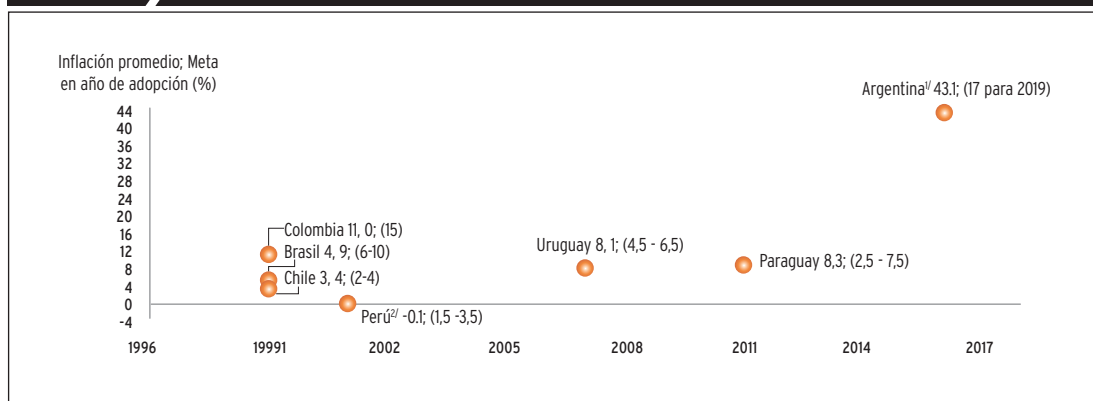
“ Los mecanismos a través de los cuales actúa la política monetaria varían entre los países de la región. ”

En Perú y Uruguay la duración de los miembros coincide con el periodo presidencial.

La toma de decisiones de política monetaria se realiza utilizando toda la información disponible y con interacción entre el personal técnico de los bancos centrales y los miembros de estos grupos de decisión. Por ejemplo, en el caso de Perú, el personal técnico realiza una presentación al Directorio del BCRP cada martes previo a la decisión de Política Monetaria del jueves. En la mayoría de países se reúnen una vez al mes, con excepción de Chile y Colombia, que tienen 8 reuniones de decisión en el año.

El principal instrumento de comunicación de los bancos centrales es el “Comunicado de Política Monetaria”, el cual recibe en Perú el nombre de “Nota Informativa del Programa Monetario”. En estos comunicados se explica la racionalidad de la última decisión de política y generalmente contienen información de la evolución reciente y esperada de la inflación, de la actividad económica y de las expectativas de inflación. Algunos bancos centrales suelen incluir también información

GRÁFICO 2 | Países con régimen de Metas Explícitas de Inflación*



* INFLACIÓN Y RANGO META AL MOMENTO DE ADOPCIÓN DEL ESQUEMA.

^{1/} ABANDONÓ EL RÉGIMEN A FINES DE SETIEMBRE DE 2018. LA INFLACIÓN CORRESPONDE A DICIEMBRE DE 2016.

^{2/} EN EL CASO DE PERÚ CORRESPONDE AL AÑO DE DISEÑO DEL ESQUEMA MEI (2001).

sobre la evolución de la inflación subyacente, la demanda externa y de los mercados financieros internacionales. Otros bancos centrales brindan también información acerca de la dirección futura de la política monetaria (*forward guidance*).

Adicionalmente, existen instrumentos de comunicación complementarios, como el Reporte de Inflación o Informe de Política Monetaria y el Reporte de Estabilidad Financiera. Recientemente, Colombia y Chile han empezado a publicar minutas de la reunión de decisión de política monetaria algunas semanas luego de la decisión. Por su parte, Chile publica los resultados de la votación de los miembros.

Los mecanismos a través de los cuales actúa la política monetaria varían entre los países de la región. Por ejemplo, en el primer grupo de países que adoptaron el esquema MEI (Brasil, Chile, Colombia y Perú), que al mismo tiempo son los que cuentan con un sistema financiero y un mercado de capitales más desarrollados que los del resto de la región, el canal de transmisión de la tasa de interés es el más importante. Por su parte, otros canales relevantes son el tipo de cambio y las expectativas de inflación.

Un componente importante del esquema MEI descansa en la elaboración de proyecciones, las cuales se basan en la experiencia de sus equipos técnicos y en el uso adecuado de modelos. En esta línea, la mayoría de bancos centrales de Sudamérica realiza proyecciones de corto plazo mediante el uso de modelos de series de tiempo y ha incorporado o se encuentra en proceso de elaboración de modelos DSGE y modelos semiestructurales de proyección. En el caso del Perú, el Modelo de Proyección Trimestral (Winkelried, 2013) es la principal herramienta para la proyección de la inflación condicionada a diferentes escenarios de política monetaria, el cual se complementa con el uso de un modelo DSGE (Castillo, Montoro y Tuesta, 2009). Los bancos centrales señalan que es de suma importancia el desarrollo y el mantenimiento continuo de estos modelos económicos que son usados para la toma de decisiones.

La mayoría de países de la región considera que los retos más importantes que enfrentarían en los próximos años se centrarían en mejorar el mecanismo de transmisión y la comunicación de la política monetaria. Otro reto importante, y que ha sido uno de los principales desafíos enfrentados por los bancos centrales entre 2016 y 2018, es el mantenimiento de la expectativa de inflación dentro del rango meta, en un contexto de mayor frecuencia y magnitud de choques de oferta.

Cabe destacar que la mayoría de países considera que su esquema de política monetaria vigente contribuyó a una mejor respuesta para el cumplimiento de sus objetivos. Sin embargo, los países destacan que los regímenes actuales pueden

CUADRO 1 Países con régimen de metas explícitas de inflación

	Esquema de Política Monetaria/Año de Adopción	Índice de medida objetivo	Meta vigente/ tipo	Tipo de instrumento	Frecuencia de evaluación meta
Argentina ^{1/}	MEI/2016	IPC	17% ^{2/} /P	LELIQ	Anual
Brasil	MEI/1999	IPC	3% - 6%/R	SELIC	Anual
Chile	MEI/1999	IPC	2% - 4%/R	TPM	Continua
Colombia	MEI/1999	IPC	2% - 4%/R	REPO	Continua
Paraguay	MEI/2011	IPC	2% - 6%/R	TPM	Continua
Perú	MEI/2002	IPC	1% - 3%/R	TPM	Continua
Uruguay	MEI/2007	IPC	3% - 7%/R	M1	Trimestral
Bolivia	Agregados Monetarios	IPC	2,5% - 4%/R	M1	Continua
Ecuador	Dolarización Total	Otro			

MEI = METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

IPC = ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

NMEI = NO METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

IPC = ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

^{1/} ABANDONÓ EL RÉGIMEN A FINES DE SETIEMBRE DE 2018.

^{2/} P= PUNTO PARA EL 2019.

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON BASE EN ENCUESTA.

mejorarse con políticas de desdolarización de la economía, mayor grado de desarrollo del mercado de capitales y mejoras en la comunicación de la política monetaria.

Una característica importante de economías emergentes, como las de América del Sur, es que son más sensibles que las economías avanzadas a los flujos de capitales y a las fluctuaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, una depreciación de la moneda, al aumentar el valor de la deuda denominada en dólares, genera efectos de hoja de balance que pueden tener efectos contractivos en la actividad económica. Esta característica ocasiona que se generen nuevos dilemas de política monetaria: por un lado, se hace más difícil estabilizar a la vez el producto y la inflación, dado que una depreciación del tipo de cambio puede afectar el producto y la inflación en direcciones opuestas. Por otro lado, una fuerte depreciación producto de una salida de capitales puede tener efectos considerables en la estabilidad financiera.

Por esta razón, los esquemas de MEI en la región se han complementado con el uso de instrumentos macroprudenciales, como el uso de encajes, y en algunos casos de intervención cambiaria, lo cual le ha dado la flexibilidad a los regímenes para responder adecuadamente ante episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Esto contrasta con la prescripción de libros de la década de 1990, en la que se recomendaba no usar la intervención cambiaria como parte de los instrumentos de política monetaria en esquemas de MEI. Al respecto, organismos internacionales como el Bank for International Settlements (BIS, 2019) reconocen que estas prácticas de MEI en economías emergentes han sido adecuadas y que inclusive se han adelantado a la teoría económica existente en su momento.

CUADRO 2 ■ Proceso de decisiones de la política monetaria

	Independencia del Banco Central	Comité de política monetaria								Decisión de política monetaria	
		Número de miembros	Nombramiento	Reelección	Miembros externos	Miembros internos	Reuniones de decisión por año	Renovación progresiva	Duración en consejo (años)	Minuta	Votos publicados
Argentina	Sí*	5	Ejecutivo	Sí	No	4	12	No	6	No	No
Brasil	Sí, de facto	9	Ejecutivo	Sí	No	9	12	No	Indefinido	Sí	No
Chile	Sí	5	Ejecutivo	Sí	No	5	8	Sí	Hasta 10	Sí	Sí
Colombia	Sí	7	Ejecutivo/Junta	Sí	Sí	6	8	Sí	4	Sí	No
Paraguay	Sí	5	Ejecutivo	Sí	No	5	12	Sí	5	Sí	No
Perú	Sí	7	Ejecutivo 4; Congreso 3	Sí	Sí	1 (presidente)	12	No	5 (Duración del mandato presidencial)	No	--
Uruguay	Sí	3	Ejecutivo	Sí	No	3	4	No	5 (Duración del mandato presidencial)	Sí	No
Bolivia	Coordinación con Ministerio de Economía y Finanzas Públicas	6	Presidente escoge ternas	No	Sí	1 (presidente)		Sí	Presidente 6; directores 5	--	
Ecuador	Depende de la JPMRF	4	Ejecutivo	--	Sí	No	12	--	--	No	No

*EN MARZO DE 2019 EL GOBIERNO ENVIÓ AL CONGRESO UN PROYECTO DE REFORMA A LA CARTA ORGÁNICA DEL BANCO CENTRAL QUE FORTALECERÍA SU INDEPENDENCIA Y AUTONOMÍA OPERACIONAL.

CONCLUSIONES

La implementación del esquema MEI en América del Sur ha contribuido a la estabilidad macroeconómica de la región. Para ello ha sido clave mantener un sistema financiero sólido y saludable, junto con la credibilidad e independencia del banco central, de modo tal que sea posible el anclaje de las expectativas de inflación.

Un ingrediente importante para el éxito de estos esquemas ha sido la incorporación de nuevas herramientas, como la intervención cambiaria y las de carácter macroprudencial, que han permitido a los bancos centrales contar con mayor flexibilidad para tener respuestas adecuadas en

entornos de volatilidad financiera internacional.

La agenda de política futura se centra en i) seguir consolidando la independencia de los bancos centrales de la región, lo cual refuerza la credibilidad de la política monetaria; ii) ampliar el conjunto de instrumentos de política (macroprudencial) disponibles que garanticen la estabilidad del sistema financiero frente a diversos choques; iii) mantener el ancla de expectativas de inflación en el rango meta. De este modo, los canales de transmisión de la política monetaria serán fuertemente reforzados y con ello se logrará una mayor estabilidad macroeconómica, que favorecerá luego el crecimiento económico.

BIBLIOGRAFÍA:

- **Batini, N. y Laxton, D (2006).** "Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets" Banco Central de Chile - Documentos de Trabajo No 406.
- **BIS (2019).** Annual Economic Report, Chapter II: "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability".
- **Castillo, Paul, Montoro, Carlos y Vicente Tuesta (2009).** "Un modelo de equilibrio general con dolarización para la economía peruana," Revista Estudios Económicos N° 17, Banco Central de Reserva del Perú, pp. 9-50.
- **De Mello, Luiz y Moccerro, Diego (2009).** "Monetary Policy and Inflation Expectations in Latin America: Long-Run Effects and Volatility Spillovers." Journal of Money, Credit and Banking, vol. 41, no. 8, pp. 1671-1960.
- **Hammond, Gill (2012).** "State of the art inflation targeting", Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- **Ireland, Peter N. (2007).** "Changes in the Federal Reserve's Inflation Target: Causes and Consequences", Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 39(8), pages 1851-1882, December.
- **Kamber, Gunes, Karagedikli, Ozer y Smith, Christie (2015).** "Applying an Inflation-Targeting Lens to Macroprudential Policy "Institutions". International Journal of Central Banking, Vol. 11(S1), September.
- **Smets, Frank (2014).** "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" International Journal of Central Banking, Vol. 10(2), June.
- **Svensson, Lars E.O. (2014):** "Inflation Targeting and "Leaning against the Wind". International Journal of Central Banking, Vol. 10(2), June.
- **Vega, M y Winkelried, D (2005).** "Inflation Targeting and Inflation Behaviour: A Successful Story?" International Journal of Central Banking, Vol. 1(3), December.
- **Winkelried, Diego, 2013.** "Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades," Revista Estudios Económicos, Banco Central de Reserva del Perú, N° 26, paginas 9-60.