

El mandato del Banco Central y la política MONETARIA CONTRACÍCLICA¹

CARLOS MONTORO*, FERNANDO PÉREZ**, FABRIZIO ORREGO*** Y RAFAEL HERRADA****



* Gerente de Política Monetaria
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Diseño de Política Monetaria
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Jefe del Departamento del Programa Monetario
fabrizio.orrego@bcrp.gob.pe



**** Supervisor Líder del Departamento del Programa Monetario
rafael.herrada@bcrp.gob.pe

Los bancos centrales ponen todo su esfuerzo para que el dinero cumpla cabalmente sus funciones y, a la vez, procuran una estabilidad monetaria que contribuya al bienestar de la sociedad. En el artículo se analiza que esta misión también es consistente con otras acciones de política económica favorables en el largo plazo.

¹ Basado en los recuadros del Reporte Inflación de Marzo 2021, "El mandato del Banco Central", y del Reporte Inflación de Junio 2021, "Política Monetaria contracíclica en el Perú".

Los bancos centrales contribuyen al bienestar de la sociedad a través de la emisión de una moneda que cumpla a cabalidad las funciones fundamentales del dinero en una economía de mercado: ser medio de transacción, unidad de cuenta y depósito de valor. Cuando ello no ocurre y hay inflación, se dificulta las transacciones económicas y se incentiva la especulación sobre las actividades de ahorro, inversión y producción, con un perjuicio mayor en la población con menores ingresos. Por ello, es común observar que el mandato que la sociedad establece a la banca central es precisamente preservar la estabilidad monetaria.

Preservar la estabilidad monetaria consiste en mantener el valor real del dinero, es decir, conservar su poder adquisitivo en términos de la canasta de consumo de los ciudadanos. Al ser la inflación un fenómeno monetario¹, para lograr la estabilidad de precios es necesario controlar la cantidad de dinero en circulación y por ello la política monetaria es el instrumento natural para controlar la inflación. Por esta razón, los bancos centrales son las instituciones encargadas de lograr este objetivo de estabilidad de precios.

POLÍTICA CONTRACÍCLICA

La política monetaria también contribuye al bienestar de la sociedad cuando tiene la capacidad de ser contracíclica. Con ello se favorece una evolución de la actividad económica menos volátil, lo que en el largo plazo promueve la inversión y el crecimiento del PBI potencial, pues propicia un entorno adecuado para la creación de empleo y las decisiones de inversión de los agentes económicos.

El mandato de estabilidad monetaria es consistente también con una política monetaria contracíclica. Es decir, el banco central puede realizar acciones para apoyar la recuperación de la economía en épocas de recesión y evitar sobrecalentamientos de la misma en épocas de crecimiento insostenible del gasto. Estas acciones de estabilización de la demanda son consistentes con el control de la inflación, ya que una recesión económica prolongada puede llevar a una deflación (caída de precios por falta de demanda) y un crecimiento insostenible de la demanda puede llevar a un espiral inflacionario y con ello incumplir con sus metas de inflación baja y estable.

Por ello, en la práctica, bancos centrales con mandatos de estabilidad monetaria (y en especial con metas de inflación²) también se comportan de manera contracíclica, lo que es consistente con su mandato. Por ejemplo, todos los bancos centrales con esquemas de metas de inflación en la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) dismi-



(...) el banco central puede realizar acciones para apoyar la recuperación de la economía en épocas de recesión y evitar sobrecalentamientos de la misma en épocas de crecimiento insostenible del gasto.



nuyeron sus tasas de interés de política monetaria a mínimos históricos el año pasado a raíz del COVID-19, siendo la tasa de política monetaria del BCRP la más baja de toda la región (0,25 por ciento anual).

Para poder realizar una política monetaria contracíclica es muy importante que los bancos centrales tengan credibilidad, para así poder mantener ancladas las expectativas de inflación y generar confianza sobre el uso responsable de los instrumentos monetarios. Esta credibilidad toma tiempo obtenerla, sobre todo cuando se ha tenido una experiencia de altas inflaciones en el pasado.

EL MANDATO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Los mandatos de los bancos centrales han cambiado en el tiempo. En la década de 1970 fue común en ellos tener mandatos amplios que incluían múltiples metas, cuyo cumplimiento podría generar conflicto entre ellas. Sin embargo, una lección proveniente de la elevada inflación observada en los 70 y 80 es que los bancos centrales deben centrarse en cumplir un solo objetivo preciso: la estabilidad de precios.

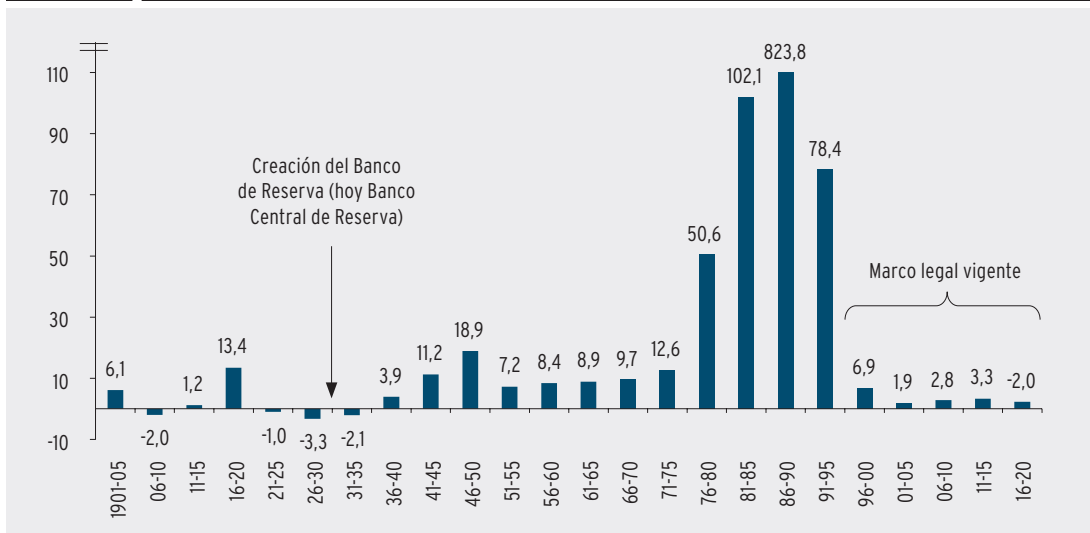
El caso peruano no fue la excepción. Entre los años 1962 y 1992 hubo un periodo de mandatos múltiples, que incluyeron promover el desarrollo y crecimiento económico, y en el cual se permitió además el financiamiento al Tesoro Público, lo cual derivó en niveles de inflación extremadamente altos y volátiles.

El mandato del BCRP se encuentra establecido en la Constitución Política del Perú y está

¹ Friedman, M., y A. Schwartz (1971).

² Entre los trabajos que respaldan esta visión se encuentran Thornton, J. y Vasilakis, C. (2017), McGettigan et al. (2013) y Chon, D. y Rhee, D. (2012).

GRÁFICO 1 ■ Inflación (Promedio del periodo, en porcentaje)



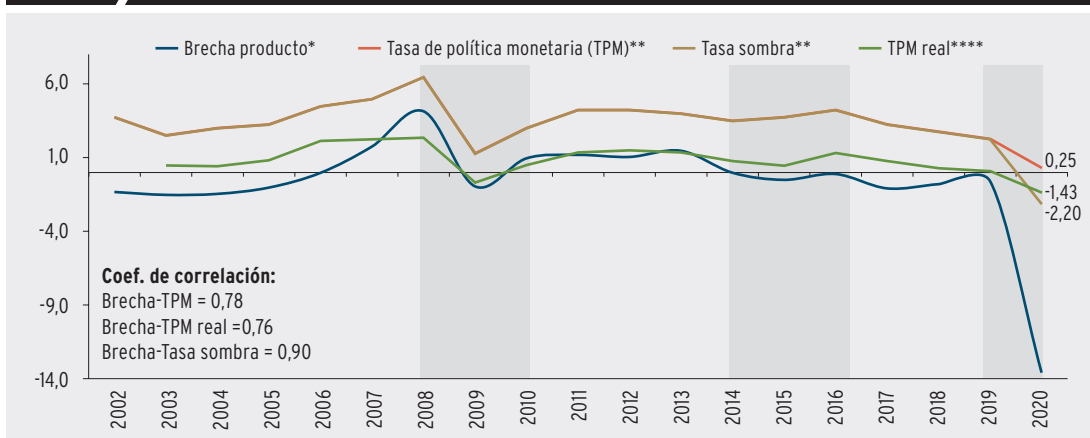
FUENTE: INEI Y BCRP.
 NOTA: EL GRÁFICO NO SE HA HECHO A ESCALA EN EL PERIODO 1986-1990.

circunscrito a preservar la estabilidad monetaria³. Asimismo, la Constitución establece la prohibición de conceder financiamiento al Tesoro Público para evitar que se vuelvan a repetir situaciones de dominancia fiscal al banco central, con altos costos en bienestar a toda la población. Bajo el mismo principio, el Banco Central se encuentra impedido de otorgar financiamiento indirecto bajo cualquier modalidad, como por ejemplo a través de garantías⁴. Estas prohibiciones aseguran que el Banco

Central pueda tener la autonomía para realizar sus operaciones monetarias para cumplir su finalidad de preservar la estabilidad monetaria.

Asimismo, la Constitución y la Ley Orgánica del BCRP establecen que sus funciones son regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales. El ejercicio de estas funciones se encuentra subordinado al cumplimiento de la

GRÁFICO 2 ■ Brecha del producto tendencial y tasa de política monetaria en el Perú: 2002-2020 (Brecha producto como porcentaje del PBI potencial)



* BCRP.
 **FIN DE PERIODO.
 *** TPM EQUIVALENTE AL ESTÍMULO MONETARIO QUE GENERAN TODAS LAS MODALIDADES DE INYECCIÓN, INCLUYENDO MEDIDAS NO CONVENCIONALES (PUEDE TENER VALORES NEGATIVOS).
 **** TPM REAL EX ANTE (CALCULADA CON LA EXPECTATIVA DE INFLACIÓN DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS DEL BCRP).

³ La Constitución Política del Perú en su artículo 84, señala que “La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su Ley Orgánica”. Además, la Ley Orgánica del BCRP en su artículo 2, señala que “Sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales”.
⁴ El artículo 80 de la Ley Orgánica del BCRP señala que “El Banco está impedido de extender avales, cartas-fianza u otras garantías y de emplear cualquier otra modalidad de financiamiento indirecto, así como de otorgar seguros de cualquier tipo”.

finalidad de preservar la estabilidad monetaria. El Banco Central regula la moneda (liquidez) y el crédito del sistema financiero a través de sus instrumentos y operaciones de política monetaria. Por ejemplo, a través de la tasa de interés de referencia, las tasas de encaje y las operaciones de mercado abierto permiten expandir o contraer la capacidad de las entidades financieras para proveer crédito a la economía, y así estabilizar los excesos de demanda y controlar la inflación.

Este marco normativo actual ha permitido que la economía peruana cuente con niveles de inflación bajos y estables. Así, el BCRP ha podido realizar una política monetaria contracíclica, cumpliendo persistentemente su finalidad de estabilidad de precios, lo cual ha permitido que mantengamos una de las inflaciones más bajas de la región.

¿POR QUÉ UN MANDATO ÚNICO?

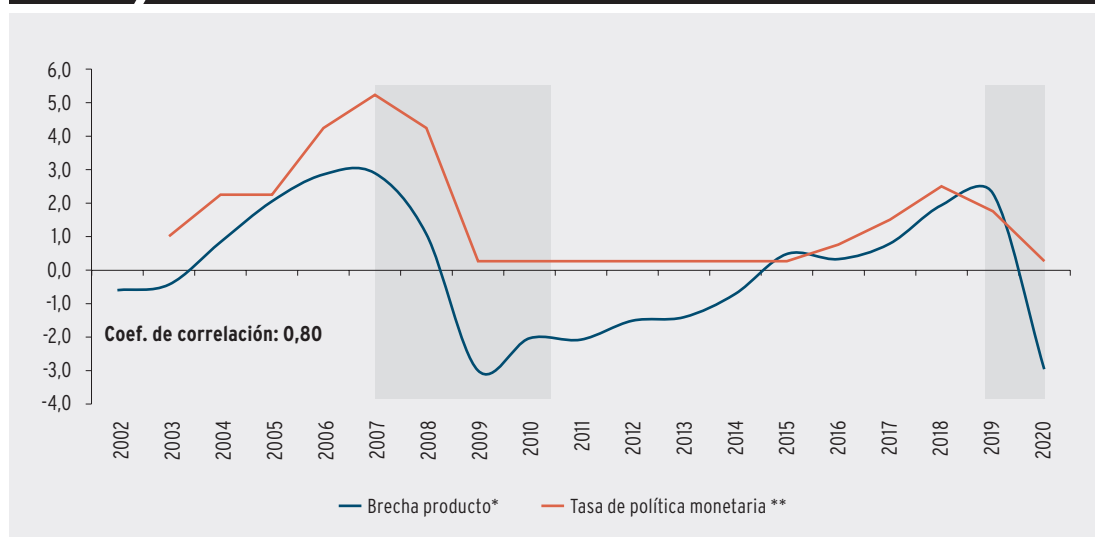
El mandato único permite a la autoridad monetaria concentrarse en el objetivo de control de la inflación y la aísla de presiones políticas para el cumplimiento de otros fines que pudieran ir en contra de la estabilidad de precios. De esta forma se elimina lo que se conoce como el problema de sesgo inflacionario⁵: la estabilidad de precios se puede ver comprometida por presiones políticas de corto plazo, como el deseo de generar un ciclo económico expansivo, lo cual puede generar sistemáticamente mayores niveles de inflación. Así, aumenta también la inflación de largo plazo y se genera una recesión económica al ser insostenible el crecimiento de la demanda por encima de las capacidades productivas.

El mandato único de estabilidad de precios mitiga también el problema conocido como inconsistencia temporal⁶: luego de haberse comprometido a un nivel de inflación bajo y estable, si la autoridad monetaria tuviera otros objetivos de política como metas de actividad económica podría desviarse *ex post* de su compromiso de inflación baja, expandiendo la demanda agregada sobre el PBI potencial y generando mayor inflación. Ante un problema de inconsistencia dinámica, el banco central perdería credibilidad, lo cual hace más difícil el control de la inflación y elimina su capacidad de realizar una política monetaria contracíclica.

MANDATO DEL BANCO CENTRAL Y POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ECONOMÍAS AVANZADAS

Existen algunos casos en países desarrollados en que por razones históricas la autoridad monetaria tiene mandatos múltiples, como es el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). El motivo por el cual esta tiene un mandato dual y, en contraste, bancos centrales en Latinoamérica y el Banco Central Europeo tienen un mandato de precios estables se relaciona a sus respectivas historias económicas. Así, se observa que en los últimos 60 años la inflación máxima de los países que actualmente tienen un mandato único de estabilidad de precios es significativamente mayor a la que han tenido los países que tienen un mandato dual. Sin embargo, el mandato único ha permitido la reducción significativa de las tasas de inflación en las últimas dos décadas.

GRÁFICO 3 ■ EUA: Brecha producto y tasa de política monetaria: 2002–2020 (Brecha producto como porcentaje del PBI potencial)



* CALCULADA MEDIANTE EL FILTRO HODRICK-PRESCOTT (HP).

** TASA DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES (FIN DE PERIODO).

⁵ Ver por ejemplo: Barro, R. y Gordon, D. (1983).

⁶ Kydland, F. y Prescott, E. (1977).



La evidencia empírica muestra que las acciones del BCRP han contribuido a moderar los ciclos económicos y crediticios, y a recuperar la confianza en la moneda nacional.



En el caso de la Reserva Federal, que tiene los objetivos de estabilidad de precios y máximo empleo⁷, la credibilidad de este banco central ha permitido que en la práctica pueda seguir un objetivo de inflación baja y estable, sin episodios hiperinflacionarios como en otras economías, entre ellas la peruana. En EE. UU., desde la creación de la Reserva Federal en 1913, nunca se ha tenido una experiencia traumática de muy alta inflación, salvo el periodo 1974-1981, en que alcanzó una

tasa anual máxima de 13,5 por ciento en 1980. Por el contrario, el episodio más grave en su historia fue la gran depresión iniciada en 1929, la misma que le tomó muchos años recuperarse. En dicha oportunidad, la crítica a la Reserva Federal fue no proveer suficiente liquidez a la economía.

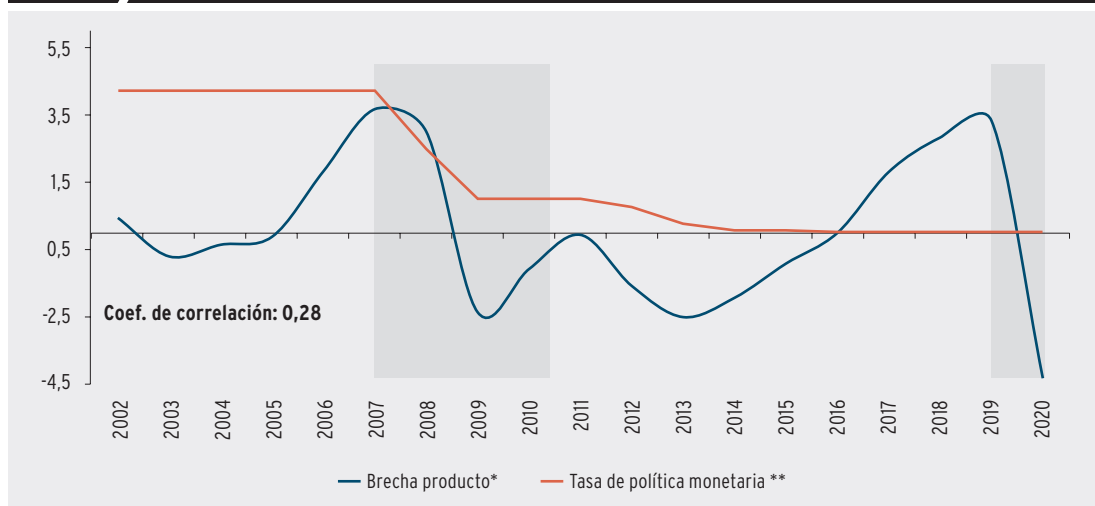
Al respecto, los bancos centrales de economías desarrolladas como los Estados Unidos y la Eurozona implementan también una política monetaria contracíclica. Como se aprecia en los siguientes gráficos, los principales episodios adversos que han tenido que enfrentar ambos bancos centrales han sido la crisis financiera global y la crisis del COVID-19.

POLÍTICA MONETARIA CONTRACÍCLICA EN ECONOMÍAS EMERGENTES⁸

La evidencia internacional de bancos centrales de la región (México, Colombia, Chile y Brasil), utilizando la misma métrica que se usa para medir la política contracíclica del BCRP, muestra que la mayoría de ellos también han adoptado este tipo de comportamiento. En particular, se observa un comportamiento contracíclico como respuesta a choques negativos similares que enfrentó la economía peruana, como son la crisis financiera global, *Taper Tantrum* y crisis del COVID-19.

Sin embargo, el comportamiento descrito para nuestra región es solo algo reciente, pues la historia en Latinoamérica ha sido de episodios de altísimas tasas de inflación en casi todos los países (con tasas anuales superiores al 30 por ciento) y

GRÁFICO 4 ■ Eurozona: brecha producto y tasa de política monetaria: 2002–2020 (Brecha producto como porcentaje del PBI potencial)



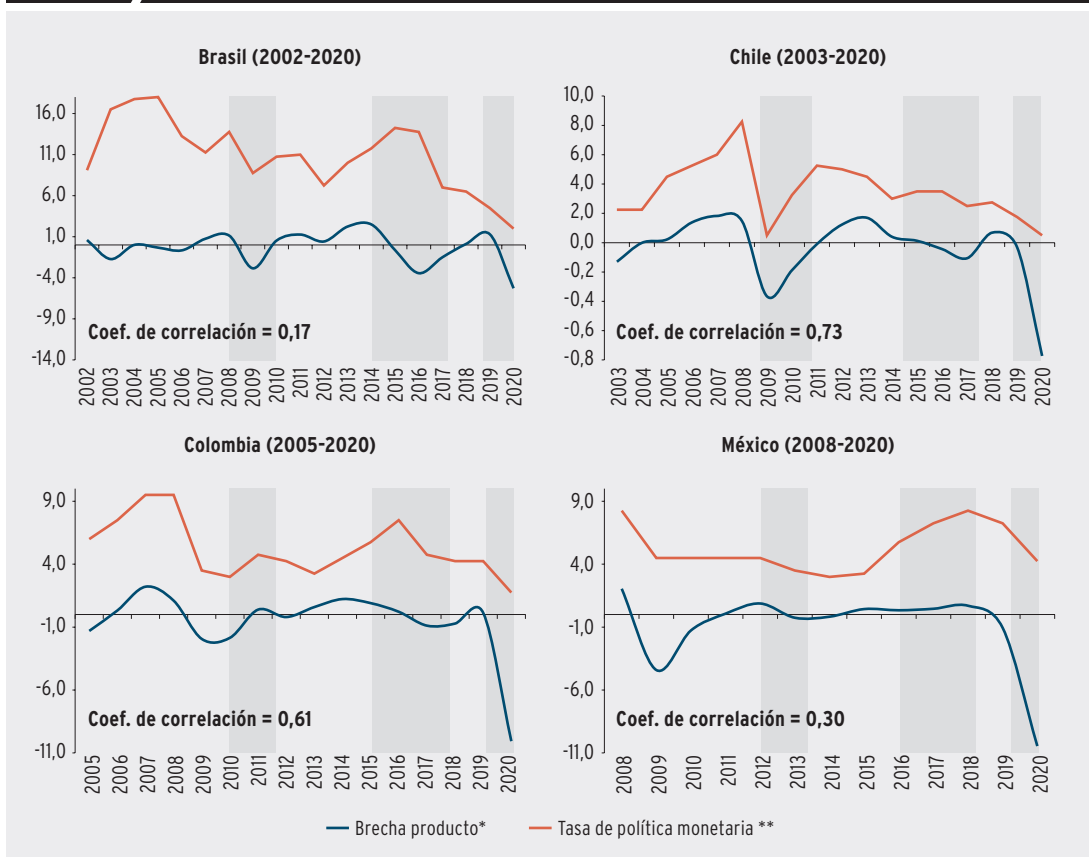
* CALCULADA MEDIANTE EL FILTRO HODRICK-PRESCOTT (HP).

** TASA DE INTERÉS DE LAS PRINCIPALES OPERACIONES DE REFINANCIAMIENTO (FIN DE PERIODO).

⁷ Ver <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-look-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

⁸ Se compara la brecha del producto calculada mediante el filtro Hodrick-Prescott (HP). Para la medición de la posición de política monetaria se usa en cada caso la tasa de interés de política. La serie de PBI se obtuvo de la base de datos FRED (Reserva Federal de St. Louis), mientras que las series de tasas de interés de política monetaria de Bloomberg.

GRÁFICO 5 Brecha producto y tasa de política monetaria (Brecha producto como porcentaje del PBI potencial)



* CALCULADA MEDIANTE EL FILTRO HODRICK-PRESCOTT (HP).

** TASA DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES (FIN DE PERIODO).

con procesos hiperinflacionarios en algunos de ellos. De igual manera, países como Alemania y Hungría en Europa sufrieron también de situaciones de hiperinflación por un descontrol completo en la expansión del dinero en la economía.

CONCLUSIONES

La estabilidad monetaria es un pilar fundamental para lograr el crecimiento económico de largo plazo, en la medida en que genera un entorno favorable para la actividad económica y el desarrollo. Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, que busca así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.

Para cumplir con este objetivo es necesario que el Banco Central cuente con autonomía y credibilidad, de tal manera que las expectativas de inflación se mantengan ancladas, lo cual contribuye a la mayor confianza de los agentes económicos e impulsa el crecimiento de largo plazo.

El mandato de estabilidad monetaria es compatible con una política monetaria activa en responder a diferentes choques adversos a nuestra economía, buscando evitar que se interrumpa la cadena de

pagos o reducir situaciones de alta volatilidad en los mercados financieros. La evidencia empírica muestra que las acciones del BCRP han contribuido a moderar los ciclos económicos y crediticios, y a recuperar la confianza en la moneda nacional.

REFERENCIAS

- Barro, R. y Gordon, D. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91(4), pp. 589-610.
- Chon, D. y Rhee, D. (2012). *An Assessment of Inflation Targeting in Quantitative Monetary Business Cycle Framework*. Korea Institute for International Economic Policy.
- Constitución Política del Perú (1993). Art. 84. 30 de diciembre de 1993 (Perú).
- Friedman, M. y Schwartz, A. (1971). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. NBER Studies in Business Cycles N° 12, Princeton University Press.
- Kydland, F. y Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-91.
- Decreto Ley N.° 26123 (30 de diciembre de 1992). Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú.
- McGettigan, D., Moriyama, K., Ndela Ntsama, J., Painchaud, F., Qu, H. y Steinberg, C. (2013). *Monetary Policy in Emerging Markets: Taming the Cycle*. IMF Working Paper 96. International Monetary Fund.
- Thornton, J. y Vasilakis, C. (2017). Inflation targeting and the cyclicity of monetary policy. *Finance Research Letters*, 20, 296-302.