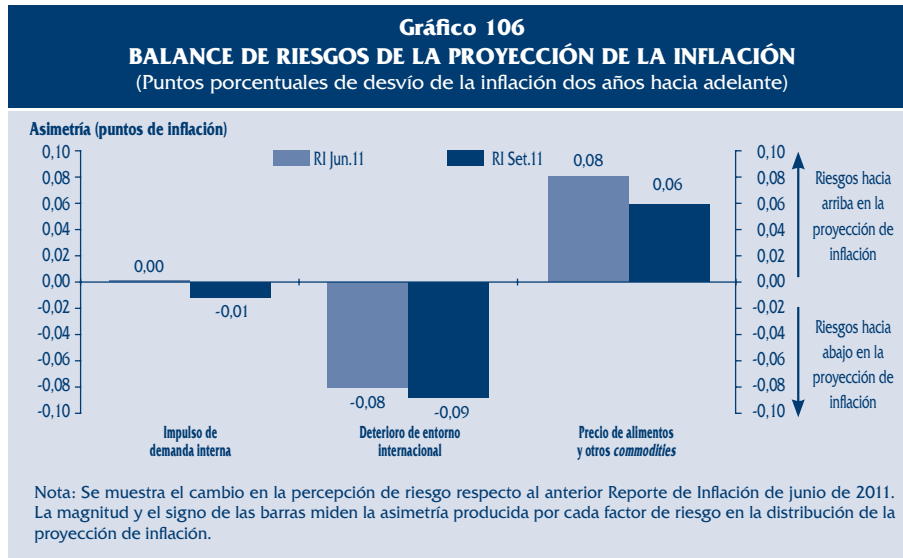


presiones inflacionarias. En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria sólo si la inflación importada se traslada a las expectativas de inflación de los agentes económicos.



#### RECUADRO 4 GESTIÓN DE RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

La incertidumbre bajo la cual los bancos centrales deben adoptar decisiones de política monetaria, hace necesario que éstos formulen sus políticas monetarias de manera preventiva frente a posibles desequilibrios financieros y macroeconómicos globales. En este contexto, las decisiones de política del BCRP no sólo incorporan la evolución corriente de las variables macroeconómicas y financieras sino también supuestos sobre su evolución futura ante diferentes eventos de carácter desestabilizador. Esta consideración de escenarios futuros de riesgo es sumamente relevante, pues existe un rezago en el efecto de la política monetaria sobre la economía doméstica; de modo que futuros eventos podrían afectar temporalmente el objetivo de estabilidad de precios.

El proceso de toma de decisiones de política monetaria del BCRP se fundamenta en el procesamiento y análisis de la última información disponible y en la guía que proveen modelos de predicción macroeconómica. El uso de modelos dinámicos de predicción resume el comportamiento agregado de una economía pequeña y abierta, como la peruana, y permite representar de forma coherente los canales de transmisión de la política monetaria. Por ello, estos modelos constituyen una herramienta central para realizar simulaciones y proyecciones de las principales variables macroeconómicas ante diversos escenarios contingentes y, al mismo tiempo, permite evaluar las acciones de política relevantes en contextos cambiantes.

El proceso implica la construcción de un escenario base, el cual se basa en la proyección para la trayectoria de las variables macroeconómicas relevantes del entorno internacional, actividad

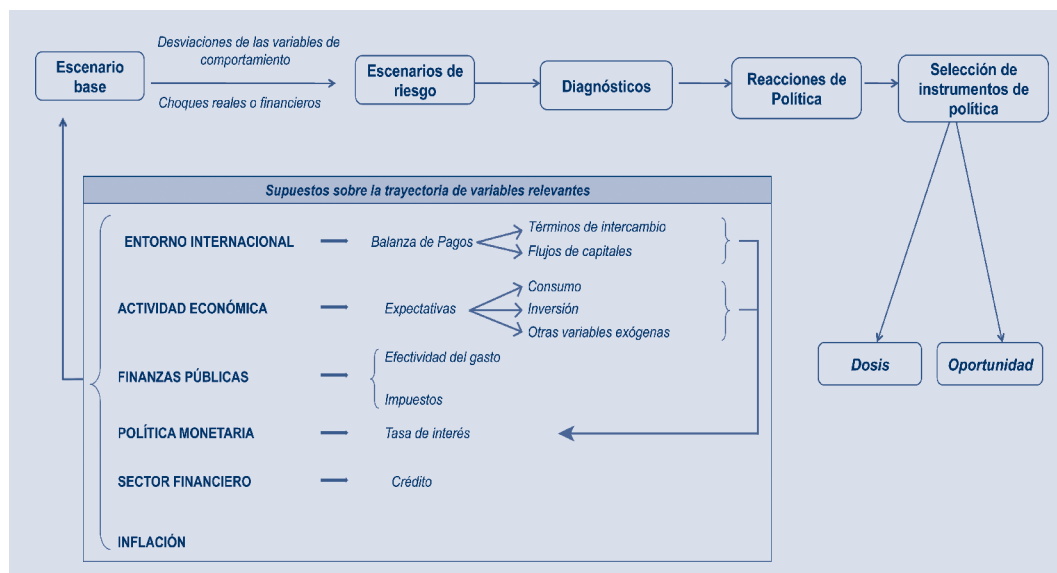




económica, finanzas públicas, política monetaria, sector financiero y de inflación; así como la incorporación de información cualitativa de tendencias que aún no han sido capturadas por las estadísticas. Esta información articulada por medio de modelos establece la proyección central para las variables relevantes en el proceso de decisión de política monetaria. Sin embargo, dado que el proceso de proyección involucra necesariamente incertidumbre sobre desarrollos futuros de la economía global y doméstica, cada escenario base incluye un balance de riesgos probables a tomarse en cuenta en el proceso de proyección de la inflación.

Así, se formulan escenarios alternativos con distintos supuestos de proyección, con el propósito de evaluar el impacto de la materialización de estos riesgos, y por tanto, el rol de la política monetaria en contextos de estrés. Estos escenarios consideran desviaciones del comportamiento de las variables exógenas respecto a lo estipulado en el escenario central. A través de estos ejercicios se puede establecer un diagnóstico de los eventos de riesgo, con su impacto en la economía peruana y las reacciones de política monetaria asociadas. De esta forma a partir de estos eventos simulados se puede extraer una selección u opciones de instrumentos de política monetaria que permitan enfrentar adecuadamente los periodos de turbulencia modelados; además de la duración adecuada para la aplicación de estas políticas.

Así por ejemplo mediante estos ejercicios contrafactuales se pueden evaluar y cuantificar los impactos sobre la economía de los eventos contemplados en el balance de riesgos como: un deterioro mayor del entorno internacional y/o de un incremento pronunciado de los precios de alimentos y *commodities*.



Frente a cada uno de estos escenarios contingentes el BCRP prepara respuestas de política, que tienen en cuenta la magnitud de los choques, la combinación apropiada de instrumentos, así como la dosis y la oportunidad en su aplicación. Por ejemplo frente a escenarios de persistentes influjos de capital, como los experimentados por la economía peruana en los dos primeros trimestres

de 2008, que incrementa el riesgo futuro de una reversión abrupta de capitales con efectos negativos en el sistema financiero, las respuestas de política del BCRP implicaron tanto acciones preventivas, iniciadas desde fines de 2007, como acciones resolutorias, que se tomaron desde setiembre de 2008.

Entre las acciones preventivas, además de la elevación de la tasa de referencia de 4,5 por ciento a mediados del 2007 a 6,5 por ciento en setiembre de 2008, se aplicaron mayores requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera, y una mayor intervención en el mercado cambiario con la finalidad de reducir una excesiva volatilidad en el tipo de cambio que permitió una acumulación preventiva de RIN.

Entre las acciones resolutorias, el BCRP, redujo rápidamente los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera a sus niveles de fines de 2007 con la finalidad de proveer liquidez, y vendió US\$ 7,9 mil millones de sus reservas internacionales para proveer liquidez en moneda extranjera y evitar una depreciación abrupta en el tipo de cambio. De esta manera el BCRP previno un colapso de la liquidez en moneda extranjera, que de otra forma hubiera generado una contracción crediticia significativa. Asimismo, la intervención cambiaria evitó una depreciación abrupta en el tipo de cambio, que previno efectos negativos sobre la solvencia financiera de empresas y familias expuestas al riesgo cambiario crediticio. Una vez que las acciones de inyección de liquidez permitieron que los canales de transmisión de política monetaria operen adecuadamente, el BCRP redujo su tasa de interés de 6,5 por ciento a un mínimo de 1,25 por ciento.

Cabe destacar que, en una economía dolarizada como la peruana, mayores requerimientos de encaje, particularmente en moneda extranjera, permiten generar un alto grado de liquidez internacional, lo que fortalece al sistema financiera frente a corridas bancarias y salidas inesperadas de capitales y a la vez, se reduce la presión sobre el crecimiento del crédito bancario que pueden generar tasas de interés internacionales bajas o flujos de capitales de corto plazo abundantes y persistentes.

También, en economías dolarizadas, una excesiva volatilidad del tipo de cambio puede generar efectos negativos sobre la posición financiera de agentes endeudados en moneda extranjera pero que producen bienes no transables, y a través de este canal dañar la calidad de los activos de instituciones financieras. Para minimizar este riesgo el banco central interviene en el mercado cambiario con el objetivo de limitar la volatilidad del tipo de cambio.

En otros escenarios de riesgo, como por ejemplo frente a un crecimiento mayor al esperado de la demanda agregada que podrían generar presiones inflacionarias, el BCRP eleva su tasa de referencia de manera preventiva para evitar que estas potenciales presiones inflacionarias de demanda se materialicen.

En escenarios de alta incertidumbre, como los actuales, resulta fundamental que los bancos centrales, utilicen la combinación apropiada de instrumentos, en el momento oportuno y en la dosis correcta. La evaluación continua de escenarios de riesgo resulta fundamental para una respuesta oportuna de la política monetaria.

