

Recuadro 4 POLÍTICA MONETARIA CONTRACÍCLICA EN EL PERÚ

La política monetaria tiene un comportamiento **contracíclico** cuando permite suavizar las fluctuaciones de la actividad económica. Esta menor volatilidad del producto inducida por políticas económicas contracíclicas favorece un mayor crecimiento de largo plazo, pues propicia un entorno adecuado para la creación de empleo y las decisiones de inversión de los agentes económicos.

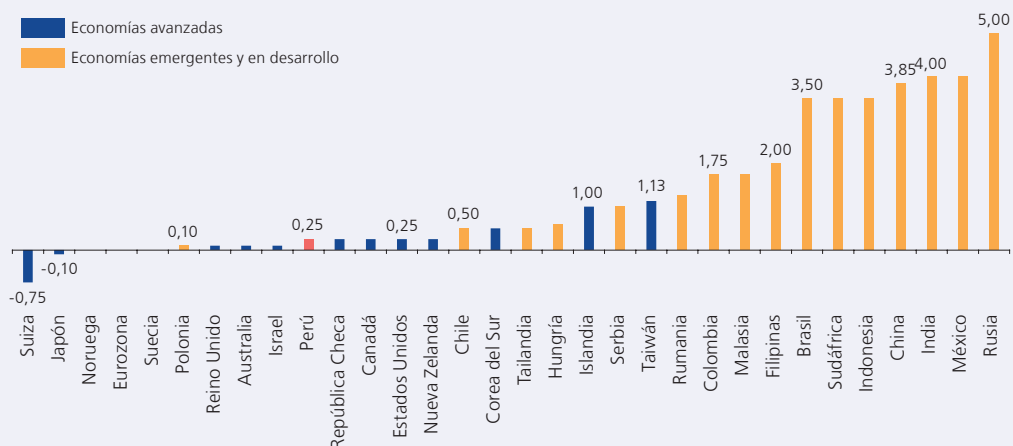
En circunstancias en que la actividad económica se encuentra por encima de su nivel potencial se generan presiones alcistas en la inflación y cuanto mayor sea el sobrecalentamiento de la actividad económica, mayor será la caída posterior del producto y la pérdida del empleo. Una política monetaria contracíclica busca evitar ello, elevando la tasa de interés de referencia por encima de su nivel neutral, de esta manera logra a la vez evitar una inflación alta y una economía sobrecalentada.

Por el contrario, en episodios recesivos o de desaceleración económica y presiones a la baja en la inflación, el banco central mantiene una postura expansiva reduciendo la tasa de referencia para evitar una situación de deflación; es decir, inflación muy baja por debajo del rango meta o caída de precios con bajo nivel de actividad económica.

Por lo anterior, una política monetaria contracíclica es funcional al esquema de metas de inflación¹⁸. Cabe señalar que la credibilidad del banco central relacionada con el cumplimiento de la meta de inflación es clave para que este pueda efectivamente llevar a cabo la política monetaria contracíclica. Las expectativas de inflación ancladas en torno a la meta permiten que los movimientos de la tasa de interés de política impacten en el sentido deseado sobre la demanda agregada de la economía y, por esa vía, sobre la inflación.

A inicios de la pandemia el BCRP redujo su tasa de interés de referencia en 200 puntos básicos, con respecto a diciembre de 2019, alcanzando su nivel mínimo histórico (0,25 por ciento) y el más bajo entre las economías de la región. En comparación con las tasas de interés de política monetaria de economías emergentes, solo el Banco Central de Polonia tiene actualmente una tasa de interés más baja (0,1 por ciento).

TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA: MAYO 2021
(En porcentaje)



18 Entre los trabajos que respaldan esta visión se encuentran: Thornton, J. y C. Vasilakis (2017), "Inflation targeting and the cyclicity of monetary policy", Finance Research Letters, 20, 296-302; McGettigan et al (2013), "Monetary Policy in Emerging Markets: Taming the Cycle", Working Paper #96, IMF; y Chon y Rhee (2012), "An Assessment of Inflation Targeting in Quantitative Monetary Business Cycle Framework", Korea Institute for International Economic Policy.

Política monetaria contracíclica en el Perú.

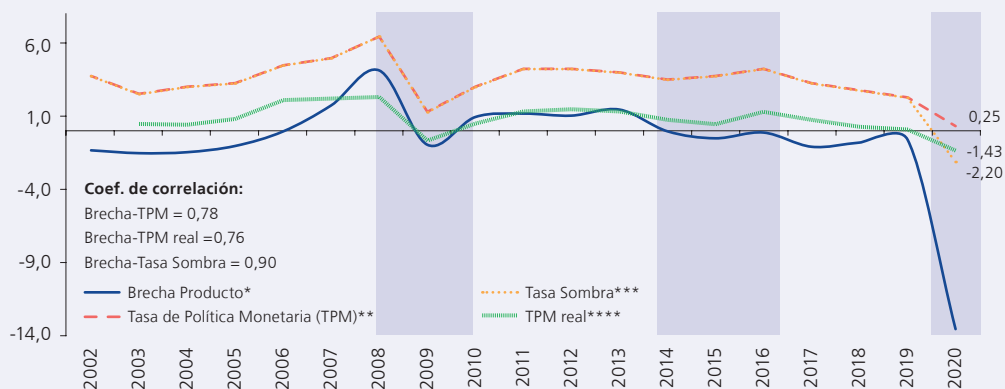
En el siguiente gráfico se observa el comportamiento contracíclico de la política monetaria del BCRP. Nótese que este comportamiento contracíclico implica una correlación positiva entre tasa de interés de política y brecha del producto. Por ejemplo, se observa una postura expansiva de la política monetaria en la adopción del esquema de metas de inflación en 2002, en que se observó una inflación negativa y un débil ritmo de expansión de la actividad económica.

También se adoptó una postura expansiva como respuesta a (i) la crisis financiera global (2008-2009), (ii) el fin del periodo de *boom* de *commodities* y el episodio del *Taper Tantrum* (2013)¹⁹ y (iii) la reciente crisis por la pandemia del COVID-19 (2020 en adelante). Por el contrario, en circunstancias en que la economía se encontraba creciendo a altas tasas dado el contexto internacional favorable del *boom* de *commodities*, el BCRP buscó modular dicha expansión a través de una postura menos flexible de la política monetaria.

Para el año 2020 se ha incluido también el concepto de tasa de interés sombra, definida como aquella tasa negativa que captura el impacto equivalente de las diferentes modalidades para ampliar el estímulo monetario, incluyendo medidas no convencionales (puede tener valores negativos). La correlación entre la brecha del producto y la tasa de política monetaria, considerando la tasa sombra de 2020, es de 0,90.

BRECHA DEL PRODUCTO TENDENCIAL Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN PERÚ: 2002-2020

(Brecha producto como porcentaje del PBI tendencial)



* 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).

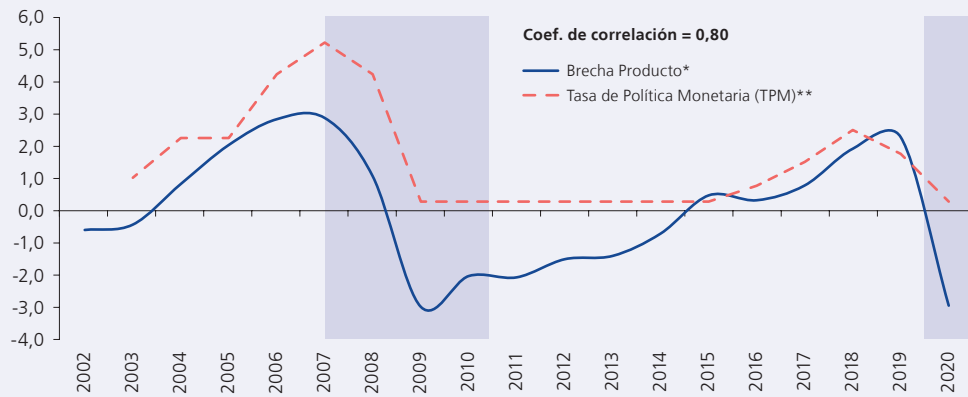
Los bancos centrales de economías desarrolladas como EUA y la Eurozona implementan también política monetaria contracíclica. Como se aprecia en los siguientes gráficos, los principales episodios adversos que han tenido que enfrentar ambos bancos centrales han sido la crisis financiera global y la crisis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

19 La frase Taper Tantrum describe el aumento repentino de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EUA en 2013, como resultado del anuncio de la Fed de la intención futura de reducir gradualmente su política de flexibilización cuantitativa. La Fed anunció que disminuiría el ritmo de sus compras de bonos del Tesoro para reducir la cantidad de dinero que inyectaba en la economía.



BRECHA PRODUCTO Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN EUA: 2002-2020

(Brecha producto como porcentaje del PBI tendencial)

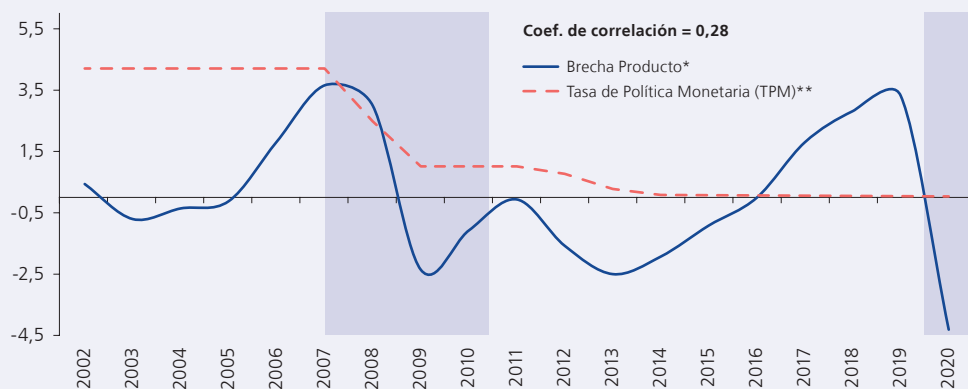


* Calculada mediante el filtro Hodrick-Prescott (HP).

** Tasa de interés de los fondos federales (fin de periodo).

BRECHA PRODUCTO Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN LA EUROZONA: 2002-2020

(Brecha producto como porcentaje del PBI tendencial)



* Calculada mediante el filtro Hodrick-Prescott (HP).

** Tasa de interés de las principales operaciones de refinanciamiento (fin de periodo).

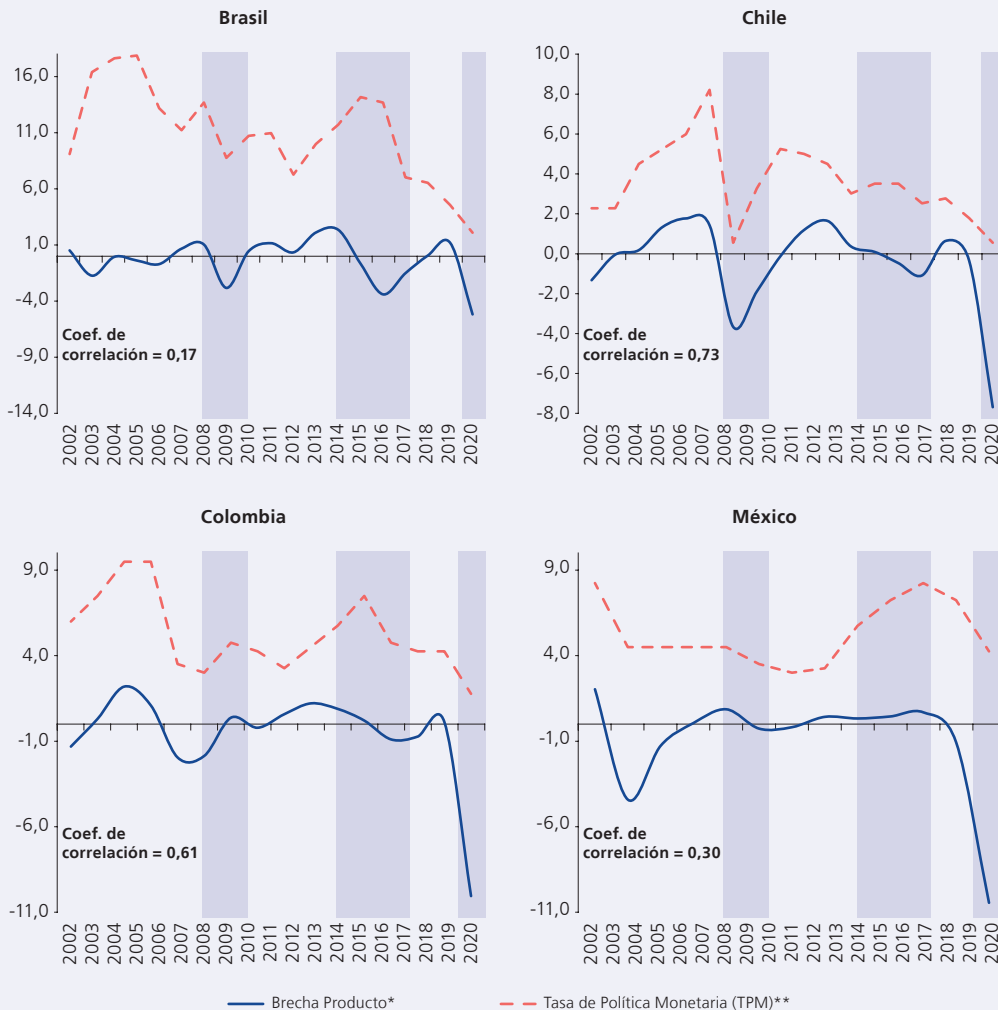
Política monetaria contracíclica en economías emergentes²⁰

La evidencia internacional de bancos centrales de la región (México, Colombia, Chile, 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 contracíclico. En particular, se observa un comportamiento contracíclico como respuesta a choques negativos similares que

20 Se compara la brecha del producto calculada mediante 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 Reuters.

enfrentó la economía peruana, como son la crisis financiera global, *Taper Tantrum* y crisis del COVID-19.

BRECHA PRODUCTO Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA: 2002-2020
(Brecha producto como porcentaje del PBI tendencial)



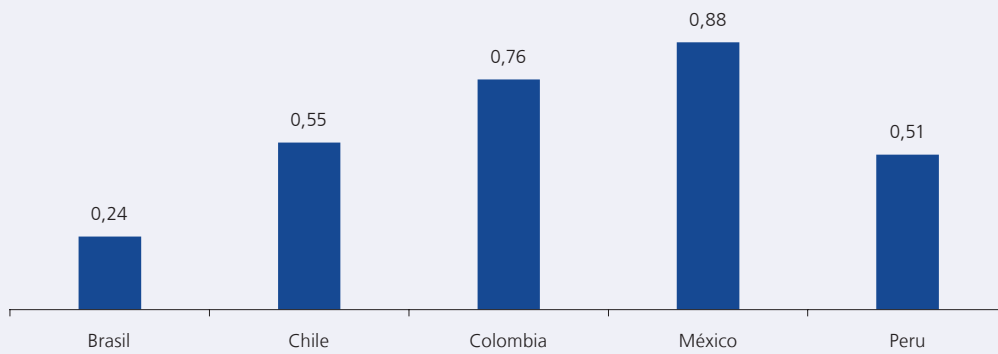
* Calculada mediante el filtro Hodrick-Prescott (HP).
** Tasa de interés de las principales operaciones de refinanciamiento (fin de periodo).

Un aspecto importante de la aplicación de la política monetaria contracíclica es que la tasa de interés de política responde al propio ciclo económico y por tanto se esperaría, en general, un comportamiento independiente a la evolución de las tasas de interés de economías avanzadas, como la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed). En el siguiente gráfico se muestran los coeficientes de correlación entre las tasas de interés de política monetaria de cinco países de América Latina y la tasa de interés de los fondos de la Fed. Las tasas de interés de política de Perú presentan una de las correlaciones más baja con la tasa de la Fed.





TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (Coeficiente de correlación con la tasa de la Fed 2003-2020)



En conclusión, se ha mostrado evidencia de que la política monetaria en el Perú y otros bancos centrales de economías emergentes ha tenido un comportamiento contracíclico, el cual se encuentra fundamentado en la naturaleza de los choques que se han enfrentado. El curso futuro de la política monetaria dependerá de la evaluación que hagan los bancos centrales sobre la evolución esperada de la inflación y sus determinantes.