



DINERO, inflación y credibilidad del Banco Central

PAUL CASTILLO *

El autor pone en evidencia que la confianza en la capacidad del Banco Central para mantener la inflación baja y estable está generando una mayor preferencia de los agentes por nuevos soles, influyendo en el aumento de la emisión primaria.

* Doctor en Economía, Subgerente de Diseño de Política Monetaria de la Gerencia de Política Monetaria

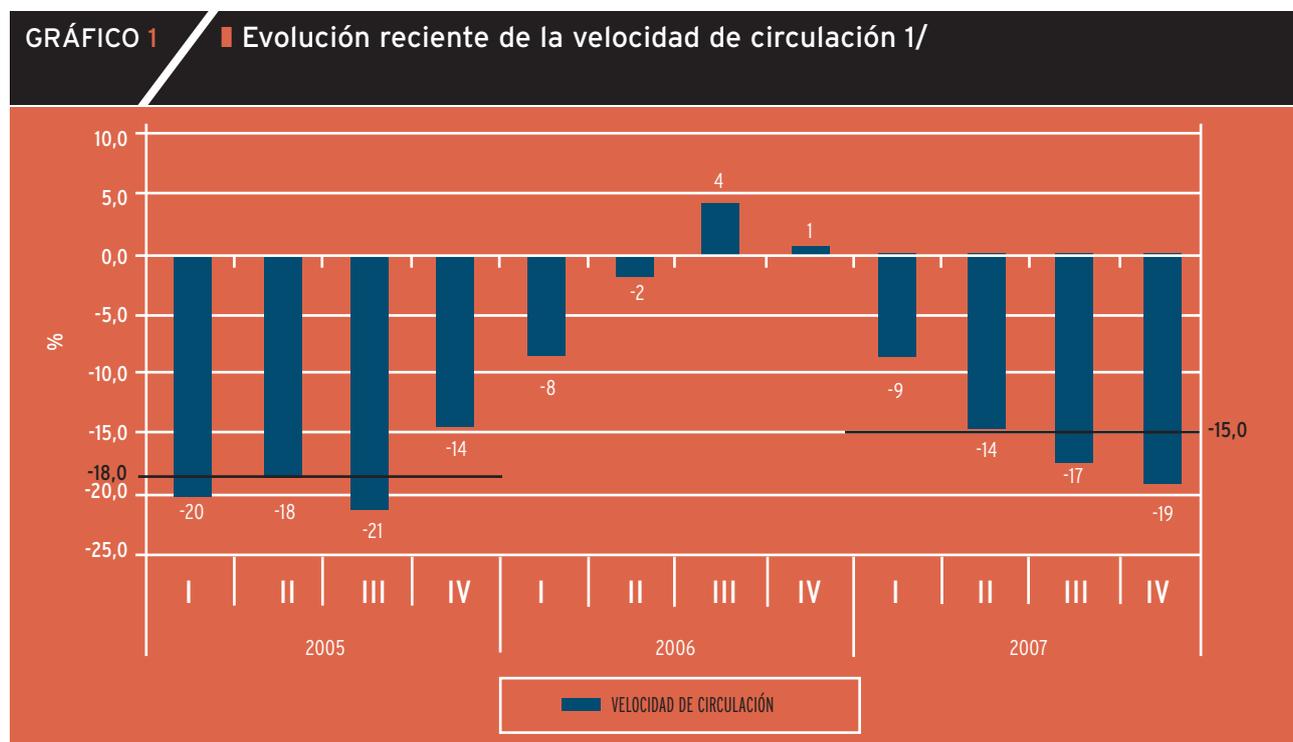
Recientemente varios artículos en la prensa han analizado el tema de la inflación y su relación con la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Entre los argumentos utilizados uno que vale la pena revisar, por su frecuencia en esta discusión, es el del rol que cumple la tasa de crecimiento de la emisión primaria. Como se ha señalado, la tasa de crecimiento de la emisión primaria ha sido superior ya por varios años a la tasa de inflación. El año pasado por ejemplo, esta tasa alcanzó 28,2 por ciento, mientras que la inflación fue 3,93 por ciento, algo similar ocurrió en el 2006. ¿Por que ocurre esto? Se argumenta que estas tasas de crecimiento de la emisión primaria serían evidencia de una política monetaria expansiva, y que por lo tanto explicarían los mayores niveles de inflación de los últimos meses.

Los que defienden este punto de vista derivan esta conclusión de la versión clásica de la teoría cuantitativa del dinero que supone que la velocidad de circulación es relativamente constante e independiente de la credibilidad del banco central, entendida como la confianza de las personas en la capacidad del banco central para mantener la inflación baja y estable; y además que la oferta monetaria la determina el banco central de manera exógena. En éste caso, aumentos en la tasa de crecimiento del dinero generan mayor inflación. La velocidad de circulación mide la frecuencia con la que circula el dinero y esta inversamente relacionada con la confianza en la moneda. Cuanta mayor confianza tengan las personas en la mone-

da doméstica, mantendrán dinero por más tiempo y por tanto su velocidad de circulación será menor. Sin embargo, ninguno de los supuestos antes mencionado es valido en el caso reciente de mayor inflación en la economía peruana. Primero, la velocidad de circulación no se ha mantenido constante sino que se ha reducido de manera persistente en los últimos años. Tal como se muestra en el siguiente grafico, la velocidad de circulación se redujo en 18 por ciento el 2005 y 15 por ciento en el 2007.

¿Qué explica esta evolución? Recordemos que las personas demandan dinero porque éste cumple un rol fundamental, permite el intercambio de bienes y servicios a un costo reducido. Sin embargo, en tanto el dinero que emite el BCRP no tiene valor intrínseco sino que su valor depende de que sea aceptado en intercambios futuros, la demanda por dinero, y por tanto su velocidad de circulación, obedece fundamentalmente a la creencia de las personas que el dinero va a mantener su valor. Creencia que se basa en la confianza en la capacidad del banco central para mantener la inflación baja y estable.

Si existe credibilidad en el compromiso del Banco Central de mantener la inflación baja, las personas no dudaran en aceptar una mayor cantidad de moneda, sobre todo en periodos de mayor actividad económica, en donde se necesitan un mayor volumen de medios de pago, como en los últimos años en la economía peruana, caracterizados por elevadas tasas de crecimiento económico (7,6 por ciento en el 2006 y 9,0 por ciento en el



1/ MIDE LA FRECUENCIA CON LA QUE CIRCULA EL DINERO Y ESTÁ INVERSAMENTE RELACIONADA CON LA CONFIANZA DE LA MONEDA, CUANTA MAYOR CONFIANZA TENGAN LAS PERSONAS EN LA MONEDA LOCAL, MANTENDRÁN DINERO POR MÁS TIEMPO Y POR TANTO SU VELOCIDAD DE CIRCULACIÓN SERÁ MENOR.

“ **El BCRP**
no implementa su
política monetaria mediante
el control de agregados
monetarios como supone
la teoría cuantitativa
clásica ”

2007). Por el contrario, cuando no hay credibilidad ni confianza en la política monetaria del banco central, las personas buscaran economizar su demanda por moneda doméstica aún cuando la actividad económica este creciendo. Es probable que bajo estas circunstancias las personas demanden otros medios de pago, como el dólar.

En el caso del Perú, si observamos lo que viene sucediendo en los últimos años podemos constatar que la confianza en el Nuevo Sol tanto como medio de pago como reserva de valor ha crecido de manera importante. Esto se refleja en los indicadores del grado de dolarización del sistema financiero. Así por ejemplo, el grado de dolarización de los depósitos en el sistema financiero ha caído de 70 a 46 por ciento entre el 2000 y el 2007, tendencia que se ha acelerado en los últimos meses. Esto quiere decir que debido a la mayor confianza en el sol, los aumentos observados en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria reflejan principalmente una mayor demanda por soles, que se traduce en una menor velocidad de circulación.

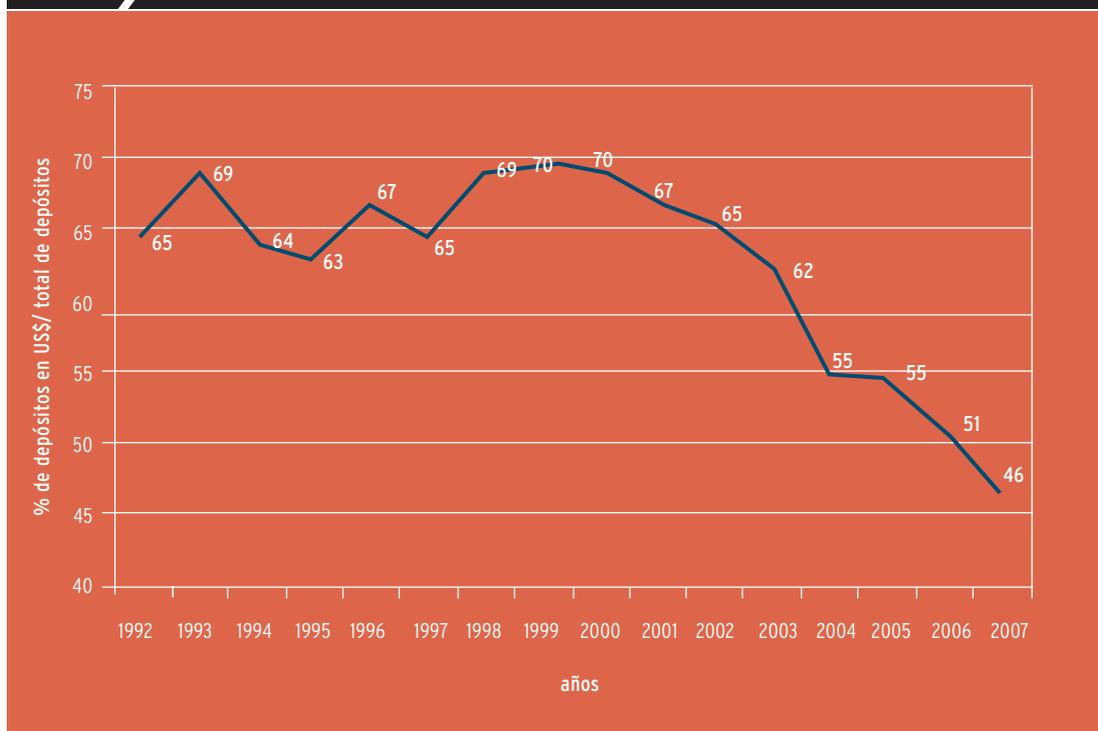
Sólo pensemos en la cantidad de nuevos soles adicionales que esta necesitando la economía en la medida que las personas están utilizando menos dólares. Esta situación es totalmente contraria a la observada en los 80s en donde también crecía la oferta monetaria, pero a diferencia de ahora en esos años las personas preferían el dólar al sol, y se observaban niveles crecientes de dolarización.

Segundo, el BCRP no implementa su política monetaria mediante el control de agregados monetarios como supone la teoría cuantitativa clásica. Desde el año 2002, el BCRP utiliza el esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI) para guiar sus acciones de política monetaria y como meta operativa la tasa de interés nominal de corto plazo. Bajo este esquema, el banco central determina el nivel de la tasa de interés que es compatible con un crecimiento de la demanda

CONFIANZA. En los últimos años se puede constatar que la confianza en el Nuevo Sol tanto como medio de pago como reserva de valor ha crecido de manera importante.



GRÁFICO 2 ■ Evolución de la dolarización del Sistema Bancario



agregada similar al crecimiento de la capacidad productiva. De esta manera, permite que la economía crezca sin generar inflación. Dada esta tasa de interés, el banco central ofrece la cantidad de dinero que las personas, empresas y bancos demandan. No existe por tanto posibilidad de crecimiento desmedido de la emisión primaria bajo este esquema si la posición de política monetaria es la adecuada. Al respecto, el BCRP ha elevado en cuatro oportunidades su tasa de interés de referencia entre julio 2007 y abril del 2008 con el propósito de actuar preventivamente para evitar que las expectativas de inflación se afecten por la mayor inflación generada por las mayores cotizaciones internacionales del petróleo, maíz, trigo y soya.

Entonces el lector se preguntará, y la inflación que estamos observando en los últimos meses como se está generando. Tal como se ha señalado por otros economistas y el propio banco central, la inflación que estamos experimentando refleja un cambio importante en el precio relativo del petróleo y los alimentos en el ámbito mundial. En la medida que no podemos sustituir estos productos en nuestro consumo regular, terminan generando más inflación. Cuando un producto que consumimos regularmente aumenta de precio, lo que usualmente pasa es que dejamos de consumirlo y buscamos un sustituto más barato. En ese caso, este producto sale de nuestra canasta de consumo. Sin embargo, en algunos casos, como en el de los alimentos y el petróleo esta sustitución no es tan fácil, lo que implica que debemos gastar más cada

mes, y comprar menos de otros productos, es decir hay inflación. No obstante, esta mayor inflación asociada a mayores precios relativos es transitoria porque una vez que se alcance estos mayores precios de equilibrio el precio de estos productos ya no aumentarán más. La inflación que si no es transitoria es la que se basa en la pérdida de confianza en la moneda. Esa inflación es difícil de controlar y afecta profundamente a las familias de menores ingresos que tienen menos capacidad para proteger sus ingresos de la inflación. Este no es tipo de inflación que estamos experimentando, y el nuevo esquema de política monetaria juntamente con el marco institucional de plena independencia del Banco Central garantizan que esto no ocurra hoy ni en el futuro. Las personas y familias entienden esto y por esta razón prefieren el sol al dólar.

Finalmente, y a la luz de los argumentos antes expuestos ¿Es cierto entonces que siempre aumentos en la tasa de crecimiento del dinero generan tasas más altas de inflación? La respuesta es no. Esta relación es cierta únicamente cuando no existe credibilidad en la política monetaria que implementa el Banco Central y las personas pierden confianza en la moneda doméstica. En el caso del Perú actual, resulta claro que la fortaleza del Nuevo Sol responde a la confianza de los agentes en la capacidad del Banco Central para cumplir con su objetivo de mantener la estabilidad de precios. Si este no fuera el caso, ¿qué explicaría la gran demanda que se observa por el Nuevo Sol? ■