

T ransición del control de agregados monetarios al esquema de METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

ADRIÁN ARMAS* Y ROCÍO GONDO**

El Banco Central de Reserva sigue el esquema de metas explícitas de inflación para cumplir con su mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria. Este esquema adoptado desde inicios del nuevo milenio en el Perú ha permitido alcanzar la tasa de inflación más baja en la región, solarizar la economía y fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Los autores detallan la transición hacia este esquema, así como las decisiones que terminaron de construir el sistema que en la actualidad conocemos. Por otro lado, destacan el rol que tiene la comunicación de las decisiones del ente emisor en la estabilidad monetaria.



* Gerente central de Estudios Económicos del BCRP
adrian.armas@bcrp.gob.pe



** Subgerenta de Análisis Macroeconómico del BCRP
rocio.gondo@bcrp.gob.pe

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) fue el primer banco central de una economía con alto grado de dolarización financiera en adoptar un régimen de metas explícitas de inflación, en enero de 2002, que ha demostrado ser una fórmula exitosa para la estabilidad económica y financiera. Bajo este esquema —que se encuentra vigente en el país—, la política monetaria ha respondido de manera anticíclica a choques adversos significativos, como la crisis financiera internacional (2008), la caída fuerte de precios de *commodities* en 2013-2016 y la severa crisis por la pandemia del COVID-19 en 2020.

Un esquema de metas explícitas de inflación se caracteriza por el anuncio público de una meta de inflación cuantitativa, la cual se espera alcanzar en un período de tiempo determinado. El objetivo de comunicar una meta de inflación es anclar las expectativas de inflación del público y, de este modo, mejorar la toma de decisiones de fijación de precios y salarios en el mediano plazo. Frente a otros regímenes monetarios, el uso de la meta de inflación para cumplir con el compromiso de estabilidad de precios proporciona una meta clara y, a su vez, la flexibilidad para que la política monetaria responda en el corto plazo¹.

La efectividad de este esquema de política monetaria requiere de un mercado monetario desarrollado, que permita que la tasa de interés funcione como meta operativa, así como de expectativas de inflación ancladas para que estas últimas anden como meta intermedia. Asimismo, el tipo de cambio y las reservas internacionales actúan como mecanismos de absorción de choques.

Durante la transición a partir del esquema previo de control de agregados monetarios, se comenzaron a dar ciertos pasos para ir fortaleciendo los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabili-

dad financiera. Así, la elección de la meta operativa fue evolucionando, primero con el uso de agregados monetarios (la emisión primaria y la cuenta corriente de los bancos); luego, el uso de un corredor de tasas de interés como guía para el mercado interbancario en soles; y finalmente la tasa de referencia puntual a partir de setiembre de 2003 a la fecha.

ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN EN EL MUNDO Y EN EL CONTEXTO PERUANO

El esquema de metas de inflación nace a inicios de la década de los noventa en países avanzados y, posteriormente, fue adoptado con éxito por un gran número de países desarrollados y emergentes. En el caso de los países avanzados, la adopción del esquema consideraba una serie de prerequisites sobre la estructura macroeconómica y financiera, tales como la independencia institucional del banco central, infraestructura técnica y un sistema financiero con mercados desarrollados y profundos. Ello permitía garantizar el buen funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Batini y Laxton (2007)² mencionan que la mayoría de los países emergentes no cumplían con los requisitos antes de su adopción, pero la efectividad del esquema de metas de inflación se dio gracias a la rápida y significativa mejora posterior en dichos indicadores. En el caso del Perú, si bien se había conseguido reducir la inflación, la economía tenía un alto grado de dolarización financiera y un bajo desarrollo del sistema financiero.

En un contexto de inflación baja alcanzado a finales de la década de los noventa, la inestabilidad de la demanda por dinero hizo que el esquema de agregados monetarios sea menos efectivo, por lo que era necesario hacer la transición hacia un esquema de tasas

CUADRO 1 ■ Términos utilizados por tipo de incertidumbre

	Ancla cambiaria	Ancla monetaria	Meta de inflación
Meta final	Estabilidad del valor de la moneda	Estabilidad de precios	Estabilidad de precios
Meta intermedia	Tipo de cambio	Oferta monetaria	Proyección de inflación
Meta operativa	Tipo de cambio	Agregado estrecho o tasa de interés de corto plazo	Tasa de interés
Absorción de choques	Reservas internacionales Tasa de interés	Tipo de cambio Tasa de interés Reservas internacionales	Tipo de cambio Reservas internacionales

FUENTE: BCRP.

1 Para un análisis sobre los costos y beneficios del esquema de metas explícitas de inflación con respecto a otros regímenes monetarios, ver Mishkin y Posen (1997). *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries*. *Economic Policy Review*, 3(3), 9-110, y Bernanke et al. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.

2 Batini, N. y Laxton, D. (2007). *Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets*. Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series.

de interés. Por otro lado, se requería mejorar la comunicación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria al público, especialmente en un entorno con un cambio en la meta operativa y mecanismos de transmisión diferentes (y considerando el alto grado de dolarización financiera). Para ello, fue importante la publicación de nuevos documentos, tales como el comunicado del Programa Monetario y el *Reporte de Inflación*³.

La elevada dolarización financiera era un reto, puesto que los mecanismos de transmisión de la política monetaria solo afectaban directamente a la reducida proporción intermediada en moneda local. Así, ante un eventual choque externo negativo, se restringía la capacidad contracíclica de la política monetaria por el riesgo de salida de capitales y depreciación del tipo de cambio. Ante esto, el BCRP debía inyectar liquidez en moneda extranjera y flexibilizar su posición de política monetaria. Esto, a su vez, estuvo limitado por la carencia de un elevado nivel de reservas internacionales previo a la adopción del régimen de metas de inflación.

El inicio de este esquema en el Perú ocurrió en un entorno de tasa de inflación negativa y de débil demanda interna, por lo que la inflación estaba lejos del rango de tolerancia (1,5 a 3,5%). Por ello, se adoptó una posición monetaria expansiva, con una reducción de la tasa de interés promedio del mercado interbancario en soles de 8,7% a 3,2% entre 2001 y 2002. En los dos años siguientes, la tasa de interés del mercado interbancario se mantuvo baja y estable, y la tasa de

inflación se ubicó en el rango de la meta inflacionaria. Por su parte, se registró una significativa mejora de los indicadores macroeconómicos y financieros, gracias al sólido compromiso con el cumplimiento de la meta de inflación, la mayor credibilidad y el mejor anclaje de expectativas de los agentes económicos.

ANTECEDENTES

El proceso de adopción del esquema de metas explícitas de inflación es parte de la evolución continua de la política monetaria en el Perú. Por ello, algunas medidas previas sentaron las bases para el esquema formal de metas explícitas de inflación.

En la década de los noventa, la reducción de la inflación en el Perú se realizó mediante el uso de metas basadas en agregados monetarios, con el anuncio de la tasa de crecimiento de la emisión primaria entre 1991 y 2000. Se incorporó algunos elementos del esquema de metas de inflación, tales como anuncios anuales desde 1994 de rangos decrecientes para la meta de inflación de corto plazo, y una mayor comunicación sobre la meta operativa que permitiría lograr este objetivo. Ello contribuyó a converger al rango correspondiente al régimen de metas explícitas de inflación en 2002 (entre 2,5 y 3,5%) y a mejorar el anclaje de las expectativas de los agentes económicos.

Los mercados monetario y cambiario se fueron desarrollando mientras que el Banco Central fue incorporando el uso de nuevos instrumentos. Esto último fue clave para estabilizar la tasa de interés interbancaria, de tal forma que se pueda dar la transición desde el uso de agregados monetarios hacia la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario.

Una vez que se redujo la tasa de inflación y las expectativas fueron anclándose para que la inflación proyectada sirva como la meta intermedia, se hizo necesario contar con modelos adecuados para proyectar la evolución de la inflación futura. Se desarrolló el modelo de proyección trimestral (MPT)⁴, que ha ido evolucionando e incorporando nuevas características de la economía peruana para mejorar su proceso de proyecciones.

EVOLUCIÓN DE LA META OPERATIVA

La mayoría de los bancos centrales con metas de inflación emplean la tasa de interés de corto plazo como meta operativa. Sin embargo, inicialmente la tasa de interés interbancaria en el Perú era altamente volátil. Para realizar la transición hacia una tasa de interés de corto plazo, primero era necesario reducir la volatilidad del mercado interbancario.

A inicios de 1999, se migró del uso de la tasa de emisión primaria como meta operativa al uso de agregados más específicos, tales como la cuenta corriente de los bancos en el BCRP, lo cual fue clave para mejo-

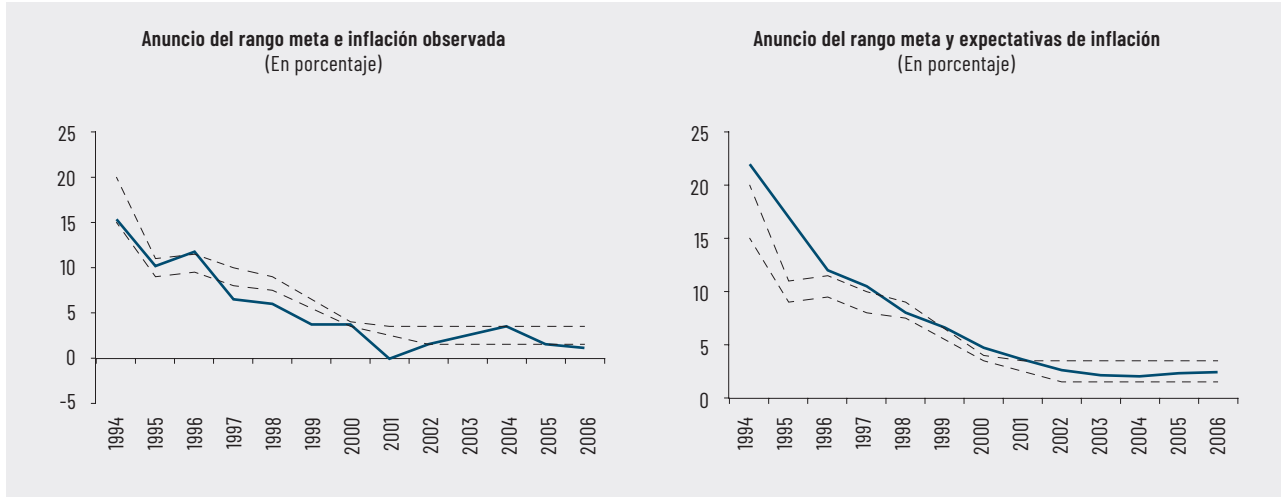
CUADRO 2 ■ **Indicadores macroeconómicos y financieros, antes y después, de la adopción de metas explícitas de inflación en el Perú**

	2001	2007
Sistema financiero		
Liquidez total (%PBI)	23,0	26,2
Dolarización de la liquidez (porcentaje)	67,7	46,5
Capitalización bursatil (% PBI)	20,9	101,4
Emisión de bonos (% PBI)	2,0	3,7
Estructura macroeconómica		
Exportaciones mineras (% exportaciones)	45,7	62,0
RIN (% PBI)	16,9	27,0
Déficit fiscal (% PBI)	-3,0	2,9
Deuda pública (% PBI)	47,4	29,6

FUENTE: BCRP.

3 Para mayor detalle, ver Rossini, R. (2001). Aspectos de la adopción de un régimen de metas de inflación en el Perú. *Revista Estudios Económicos* 7, y Armas, A., y Grippa, F. (2006). Inflation Targeting in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience, *Financial Dollarization*, Palgrave Macmillan, London.
 4 Ver Departamento de Modelos Macroeconómicos (2009). *Modelo de Proyección Trimestral del BCRP*, Working Papers 2009-06, y Winkelried, D. (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades, *Revista Estudios Económicos*, 26, 9-60, para mayor detalle sobre las características del modelo de proyección trimestral.

GRÁFICO 2 ■ Reducción de inflación entre 1994 y 2006



FUENTE: BCRP.

rar el funcionamiento del mercado interbancario y la transición final a la tasa de interés interbancaria⁵. Ello permitió reducir la volatilidad del mercado interbancario, y contribuyó a la formación de las tasas de interés, en distintos puntos de la curva de rendimientos. A su vez, en épocas de turbulencia cambiaria se admitían aumentos de la tasa de interés en soles, para evitar una depreciación brusca del tipo de cambio, ante el alto grado de dolarización financiera.

El BCRP anunciaba, a inicios de cada mes, un rango para el saldo promedio de la cuenta corriente de los bancos, y empleaba las operaciones de mercado abierto para cumplir dicho objetivo. Para mejorar la comunicación con los participantes del mercado, desde 1998, se publica —a inicios de cada día—, el saldo estimado de la cuenta corriente de los bancos en el BCRP, así como las subastas a realizarse durante la jornada diaria.

Con la adopción formal del esquema de metas explícitas de inflación en 2002 se continuó con una meta operativa de cuenta corriente, que se divulgaba a inicios de cada mes. Entre 2002 y 2003, se inició la transición a la tasa de referencia con el anuncio de unas bandas referenciales para la tasa de interés, que contribuía a estabilizar la tasa de interés interbancaria en soles en épocas tranquilas. El límite superior está definido por la tasa de interés de la ventanilla de inyección de liquidez (créditos de regulación monetaria), mientras que el límite inferior está determinado por la tasa de interés de los depósitos *overnight*.

Durante periodos de turbulencia cambiaria, el corredor de tasas de interés permitía desvíos transitorios que ayudaban a sortear depreciaciones bruscas del tipo de cambio que pudieran afectar la actividad económica. Así, durante el periodo de la crisis por la incertidumbre electoral en Brasil, en setiembre de 2002, se registró una tasa de interés interbancaria por encima

del corredor, la única vez que se aplicó esta “cláusula de escape”. El incremento de la tasa interbancaria fue menor que en episodios anteriores de turbulencia cambiaria, elevándose de 2,6 a 5,4% entre el segundo y el tercer trimestre de 2002. Sin embargo, una vez normalizadas las condiciones de los mercados financieros, la tasa interbancaria regresó a 3,8% en diciembre, dentro del corredor de tasas de interés de referencia. Dicha cláusula se eliminó en 2006, cuando la economía presentaba ya una menor vulnerabilidad a depreciaciones bruscas del tipo de cambio, ante una menor dolarización financiera y mayor nivel de reservas internacionales.

En setiembre de 2003 se empezó a utilizar la tasa de referencia del mercado interbancario como su meta operativa. Así, las operaciones monetarias estaban orientadas a lograr que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique, lo más cerca posible, a la tasa de referencia de política monetaria.

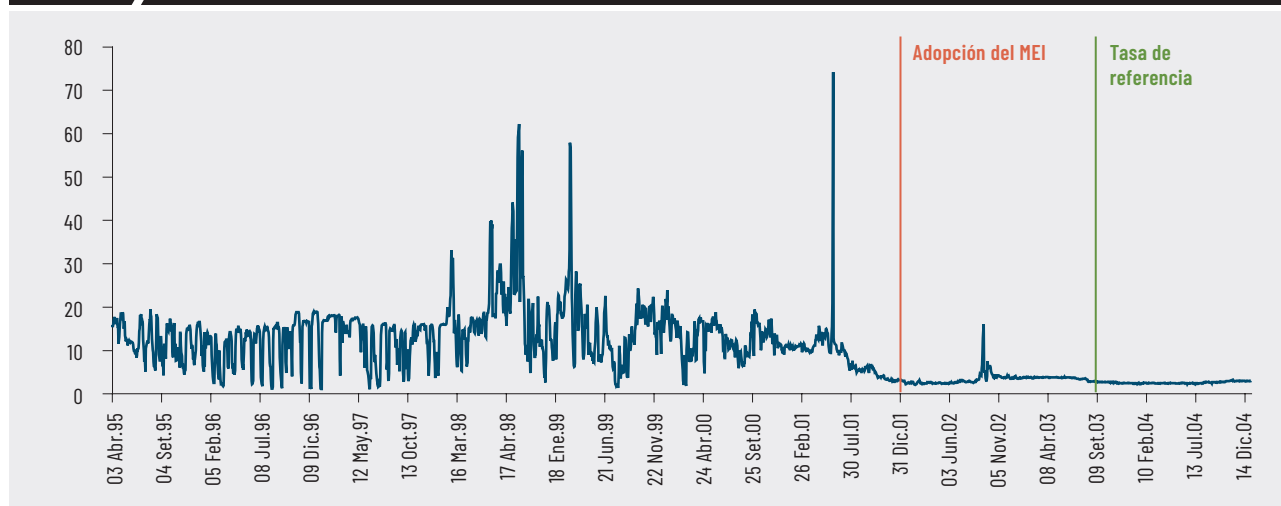
DESARROLLO DE INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN MONETARIA

La creación de nuevos instrumentos monetarios también contribuyó al desarrollo del mercado interbancario. Con el aumento de la demanda por liquidez en soles, en 1997 el BCRP estableció un nuevo instrumento de inyección de liquidez a través de operaciones repo al plazo de un día, que utilizaban los CDBCRP como colateral para proveer temporalmente de liquidez al sistema financiero. Asimismo, en 1998 se introdujo un nuevo instrumento a través de las subastas de depósitos del Banco de la Nación, para aquellos bancos que no podían acceder a las operaciones repo debido al bajo saldo de CDBCRP.

Posteriormente, con el desarrollo del mercado de deuda de Gobierno en soles, desde 2002 se amplió el colateral para incluir bonos del tesoro peruano. Estas

⁵ Ver Rossini, R. (2001) y Armas et al. (2001) para mayor detalle y discusión de la adopción de la cuenta corriente como meta operativa.

GRÁFICO 3 ■ Tasas de interés interbancaria en soles (En porcentajes)



FUENTE: BCRP.

operaciones ayudaron a mejorar el control de la liquidez de corto plazo y a reducir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. La adjudicación se realizaba mediante subastas, con el abono realizado el mismo día, y con un costo menor que el de las operaciones de ventanilla.

Por otro lado, el desarrollo de las operaciones repo también favoreció el aumento de la demanda por CDBCRP, debido a su mayor valor como colateral de dichas operaciones. Así, permitió ampliar tanto el monto transado como el plazo promedio de las colocaciones de CDBCRP. La elección de los plazos de estos certificados de depósito estuvo orientada a diversificar los plazos, considerando la estacionalidad de los agregados monetarios y los requerimientos de liquidez del sector público. Así, se buscó que los vencimientos de CDBCRP coincidieran con el periodo de pago de impuestos, de modo que se provea de liquidez al mercado ante la mayor demanda estacional.

Adicionalmente, se tomaron algunas medidas complementarias para estabilizar los saldos de la cuenta corriente. A partir de setiembre de 2000, dentro del requerimiento mínimo de encaje en moneda nacional, el 1% de los depósitos en dicha moneda se debía realizar a través de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCRP. Esta medida apoyó la reducción de la sustitución entre la caja de los bancos y los depósitos en cuenta corriente.

Para enfrentar los riesgos debido al alto grado de dolarización financiera en el Perú, fue clave el uso de la intervención cambiaria dentro de este esquema, para reducir la volatilidad del mercado cambiario y evitar episodios de inestabilidad financiera, y al mismo tiempo preservar el enfoque del Banco Central donde la estabilidad de precios es su objetivo principal. En esta línea, durante el periodo de turbulencia cambiaria de 2002 se creó el Certificado de Depósitos Reajutable CDRBCRP, para enfrentar episodios transitorios de volatilidad en el mercado *forward*, cuya liquidación se realiza en moneda local.

En setiembre de 2002 se adopta el saldo en bóveda del mes anterior para el cálculo del encaje, como medida para aumentar la predictibilidad de la demanda por fondos de encaje y estabilizar el mercado interbancario. Asimismo, en ese año se complementa el conjunto de instrumentos monetarios con la creación de instrumentos de inyección de liquidez a mayor plazo: repos a plazo de una semana y el uso de una segunda subasta de repos en caso de que existan presiones alcistas sobre la tasa de interés interbancaria.

La proyección de la cuenta corriente de los bancos y el cumplimiento de la meta diaria requirieron de una coordinación entre las operaciones del Banco de la Nación y del BCRP. En la *Memoria 1998* se menciona cómo “las transferencias netas de la banca al Banco de la Nación reflejan en su mayor parte operaciones fiscales como recaudación de impuestos y pagos del sector público”. Esta información era incorporada en la proyección de la cuenta corriente, consistente con el anuncio de la meta operativa. Asimismo, la remuneración de los depósitos del Banco de la Nación dependía del anuncio y no de la ejecución, lo cual generaba incentivos para el envío oportuno de la proyección de las operaciones.

La transición hacia el corredor de tasas de interés, como referencia para las operaciones del mercado interbancario, se inició con la fijación de una tasa de remuneración a los depósitos *overnight* en soles en el año 2000 para establecer el rango inferior del corredor.

COMUNICACIÓN DE LAS ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Para facilitar la transición al nuevo esquema de política monetaria, el BCRP explicó al público las distintas etapas de manejo monetario, así como los mecanismos detrás del vínculo entre el objetivo de inflación y las metas operativas. Por ejemplo, en la memoria del Banco Central de 1998 se detalla el nexo entre los

distintos agregados monetarios, tales como la emisión primaria (utilizada en los noventa como meta operativa) con la cuenta corriente de los bancos en el BCRP. Se describe también cómo las operaciones monetarias diarias sirven como mecanismo de inyección y retiro de liquidez, y enumera los instrumentos vigentes para la inyección de liquidez (compras de dólares en Mesa, repos, subastas de depósitos del Banco de la Nación, compras temporales de dólares y créditos de liquidez) y retiro de liquidez (CDBCRP, ventas de dólares).

En enero de 2000 se inició la difusión del Programa Monetario Anual, que incluía el objetivo, metas y proyecciones que guiarían la política monetaria. El documento establecía el rango numérico del objetivo inflacionario e informaba sobre la ejecución del año previo. Por otro lado, desde febrero de 2001 se anuncian las fechas de las reuniones del directorio y de la difusión del comunicado donde se divulga la decisión de política monetaria. La publicación del dicho texto ha permitido dar mayor predictibilidad al público para esperar cambios en las decisiones de política monetaria, así como una explicación de la racionalidad de estas decisiones.

Uno de los principales cambios en la comunicación es el anuncio explícito de la meta operativa de la cuenta corriente y de las tasas del corredor, así como la importancia del corredor como herramienta para estabilizar la tasa interbancaria y mejorar el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria a otras tasas de interés de mercado.

A partir de 2002, con la adopción del esquema de metas explícitas de inflación, la meta final es la tasa de inflación, mientras que la meta intermedia es la proyección de inflación del Banco Central. Bajo este esquema, se refuerza la importancia del canal de expectativas, por lo que el cumplimiento de la meta de inflación se basa en el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes al rango de la meta. Por ello, se requiere una continua y clara comunicación del BCRP con respecto a sus decisiones de política monetaria, al igual que la explicación de cómo la institución emisora contribuye a cumplirla.

Los comunicados de prensa de los programas monetarios mensuales son de suma importancia para explicar los determinantes de la inflación, así como para justificar la decisión de política monetaria. Para ello, se hace énfasis no solo en el comportamiento observado de la inflación, sino también en los determinantes de la inflación futura, tales como las expectativas de inflación y la brecha producto. Asimismo, este documento explica los desvíos temporales de la inflación. Esto es especialmente clave en países como el Perú, donde existe un alto componente de alimentos en la canasta de consumo y una incidencia frecuente de choques de oferta.

En junio de 2002 se inició la publicación del *Reporte de Inflación*, que presenta las proyecciones macroeconómicas y la racionalidad de las medidas de política monetaria, así como una guía para las acciones futuras



Los comunicados de prensa de los programas monetarios mensuales son de suma importancia para explicar los determinantes de la inflación, así como para justificar la decisión de política monetaria.



del BCRP. Hasta el año 2008, se publicó este documento en enero, mayo y setiembre; posteriormente pasó a ser una publicación trimestral, igual que la frecuencia de publicación de otros bancos centrales con un similar esquema de política monetaria.

CONCLUSIONES

La adopción del esquema de metas de inflación en el Perú requirió de una evolución continua, para fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera, y el desarrollo de modelos de proyección adecuados, a medida que el esquema de metas de inflación contribuía a mejorar el anclaje de las expectativas. Por su parte, la elección de la meta operativa pasó por un proceso de adaptación, partiendo del uso de agregados monetarios como la emisión primaria y la cuenta corriente de los bancos; la transición hacia el uso de un corredor de tasas de interés como guía para el mercado interbancario en soles; y finalmente de una tasa de referencia puntual, a partir de setiembre de 2003. Ello implicó el desarrollo de nuevos instrumentos, que ayudaron a reducir la volatilidad del mercado interbancario, así como a la formación de la curva de rendimientos en moneda nacional.

La comunicación al público es un elemento clave del esquema de metas explícitas de inflación para mantener las expectativas de inflación ancladas con el rango meta. Así, el comunicado de prensa del programa monetario permite explicar la racionalidad de las decisiones de política monetaria y su consistencia con el objetivo de inflación, mientras que el *Reporte de Inflación* comunica las proyecciones macroeconómicas y la racionalidad de las medidas de política monetaria consistentes con dicha proyección.