

Nueva meta de INFLACIÓN en el Perú: 2 por ciento

JORGE SALAS* Y MARCO VEGA*

Medida consistente con la finalidad constitucional de garantizar la estabilidad de precios.

Recientemente, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) anunció que a partir de 2007 el diseño y ejecución de su política monetaria se orientará a lograr una tasa de inflación de 2,0 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y abajo. En este artículo se revisan los criterios relevantes para la determinación del nivel de inflación de largo plazo y su relevancia en el caso peruano.

* Departamento de Modelos Macroeconómicos

ANTECEDENTES

Durante los últimos años, diversos bancos centrales alrededor del mundo adoptaron el régimen de Metas Explícitas de Inflación. Este esquema consiste en el anuncio de una determinada meta de inflación y el compromiso de operar los instrumentos de política monetaria de modo tal que estén en función de la meta fijada. Como se muestra en el Cuadro 1, en la mayoría de países cuyas inflaciones convergieron a sus niveles de largo plazo, el objetivo inflacionario compatible con la estabilidad de precios se sitúa entre 2 y 3 por ciento.

En palabras de Alan Greenspan, ex gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos, la estabilidad de precios se logra cuando se alcanza una tasa de inflación lo suficientemente baja como para hacer que los agentes económicos la dejen de considerar cuando tomen sus decisiones económicas. Inclusive, países de alto crecimiento económico también fueron capaces de mantener el poder adquisitivo de su moneda de manera sistemática, tal como el caso de China cuya inflación anual promedio de los últimos diez años fue inferior a 1 por ciento.

Por su parte, en el Perú el proceso desinflacionario de la década pasada que derivó en el logro de una inflación baja y estable durante los últimos años (Gráfico 1) constituye una medida del éxito alcanzado por el BCRP en la consecución de la estabilidad de precios.

Un factor fundamental para la conquista de este objetivo fue, sin duda, la autonomía de la que goza el ente emisor para establecer sus objetivos y manejar sus instrumentos de política monetaria. De este modo, en virtud de su autonomía, el BCRP pasó de un esquema de control de la expansión de la emisión primaria a la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación a partir de 2002. En ese momento la meta fue establecida en 2,5 por ciento con un rango de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y abajo.

Desde la adopción de dicho régimen hasta la fecha, la inflación en el Perú se mantuvo sistemáticamente alrededor de la meta. Asimismo, diversas investigaciones demuestran que este esquema de política monetaria generó efectos macroeconómicos positivos en las economías emergentes que lo adoptaron¹. En este

CUADRO 1 ■ Metas de inflación en países con régimen de Metas Explícitas de Inflación

País	Meta de inflación	Variable objetivo
Australia	2 - 3	IPC
Brasil	4,5 (+/-1)	IPC
Canadá	1 - 3	IPC
Chile	3 (+/-1)	IPC
Colombia	4 (+/-0,5)	IPC
Corea	2,5 - 3,5	IPC Subyacente
Filipinas	4 - 5	IPC
Hungría	3,5 (+/-1)	IPC
Indonesia	6 (+/-1)	IPC
Islandia	2,5	IPC
Israel	1 - 3	IPC
México	3 (+/-1)	IPC
Noruega	2,5	IPC
Nueva Zelanda	1 - 3	IPC
Perú	2 (+/-1)	IPC
Polonia	2,5 (+/-1)	IPC
Reino Unido	2	IPC
República Checa	3 (+/-1)	IPC
República Eslovaca	3,5 (+/-1)	IPC
Rumania	4 (+/-1)	IPC
Sudáfrica	3 - 6	IPC
Suecia	2 (+/-1)	IPC
Suiza	<2	IPC
Tailandia	0 - 3,5	IPC Subyacente
Turquía	5	IPC

FUENTE: BERG, C. (2005), "EXPERIENCE OF INFLATION TARGETING IN 20 COUNTRIES", ECONOMIC REVIEW 1, RIKSBANK; Y PÁGINAS WEB DE BANCOS CENTRALES



contexto de antecedentes favorables, el Directorio del BCRP aprobó que, desde febrero de 2007, la meta de inflación se reduzca de 2,5 a 2,0 por ciento, manteniendo la tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. A continuación se revisa la racionalidad de esta reducción de meta, a partir de la evaluación de diversos argumentos.

RAZONES PARA EL CAMBIO DE LA META

El logro de estabilidad monetaria y su afianzamiento mediante la disminución de medio punto porcentual en la meta de inflación tiene importantes consecuencias de largo plazo. Así por ejemplo, un ambiente de mayor estabilidad monetaria facilita la elección de los agentes económicos sobre la moneda de denominación de las pensiones de jubilación o el ahorro e inversión de largo plazo.

La reducción de la meta de inflación de 2,5 a 2 por ciento es consistente entonces con los objetivos de largo plazo del BCRP. Asimismo, una meta más baja implica que el Nuevo Sol cumple mejor sus fun-

¹ Ver, por ejemplo, el resumen realizado y los documentos citados en el artículo "Metas de inflación en economías emergentes: la evaluación del FMI" en la edición de octubre de 2006 de la Revista MONEDA, y Mishkin, F. Y K. Schmidt-Hebbel (2007), "Does Inflation Targeting Make a Difference?", NBER Working Paper No. 12876.

ciones dinerarias, ya que permite dotar de un mayor poder adquisitivo a la moneda. En otras palabras, se trata de una medida consistente con la finalidad constitucional de garantizar la estabilidad de precios.

Entre los resultados positivos específicos que se espera alcanzar con esta medida destacan los siguientes puntos:

- **Evita la desvalorización de inversiones y ahorros de largo plazo.** Una menor meta de inflación fortalece el rol del Nuevo Sol como reserva de valor. Por lo tanto, esta decisión favorece el desarrollo del mercado de capitales y el fomento del ahorro. De esta forma, la reducción de 2,5 a 2 por ciento implica que en un periodo de 20 años se estaría evitando una pérdida de valor de la moneda de alrededor de 10 por ciento. Igualmente, con la nueva meta de inflación se reduce la pérdida real de los agentes que tienen ingresos fijos tales como, por ejemplo, las pensiones previsionales.

- **Impulsa una reducción de la dolarización.** En el contexto de una economía parcialmente dolarizada como la peruana, la meta de inflación de largo plazo constituye un determinante importante del costo de oportunidad de la moneda local como medio transaccional. Al disminuir la meta se reduce este costo de oportunidad y, por tanto, el Nuevo Sol es más atractivo respecto al dólar estadounidense. Al respecto, debe recordarse que la Reserva Federal considera una inflación de 2 por ciento anual como una tasa apropiada o comfortable para sus objetivos.

Se espera que la mayor confianza en la moneda nacional conduzca a que el público continúe desdolarizando los precios y transacciones que todavía se realizan en dólares.

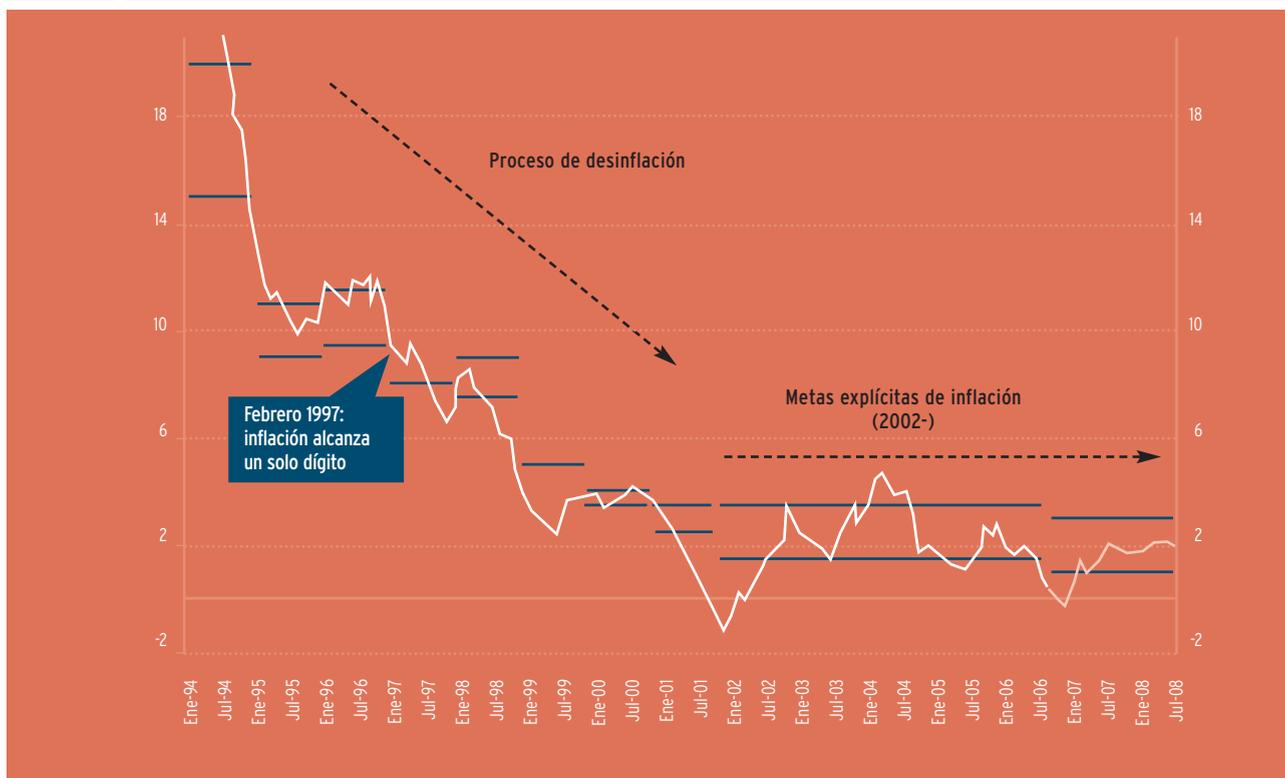
Por ello, una meta de inflación de 2 por ciento en el Perú permite que la moneda nacional pueda competir en igualdad de condiciones con el dólar en el largo plazo.

Así, se espera que la mayor confianza en la moneda nacional conduzca a que el público desdolarice aún más los precios y transacciones que todavía se realizan en dólares. En la medida que esto suceda, el sistema de pagos se desdolarizará también e inducirá además la reducción de la dolarización fi-

SOLES. La mayor confianza en la moneda nacional ayudará a la desdolarización.



GRÁFICO 1 ■ Inflación observada y proyectada a/, y rangos meta de inflación b/



a/ PROYECCIÓN DESDE MARZO DE 2007. FUENTE: REPORTE DE INFLACIÓN DE ENERO 2007

b/ EL BCRP EMPEZÓ A ANUNCIAR RANGOS DE INFLACIÓN META ANUALES DESDE 1994 Y A PARTIR DE 2002 ADOPTÓ FORMALMENTE EL RÉGIMEN DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

nanciera. Todo ello permitirá disminuir una importante fuente de vulnerabilidad que enfrenta la economía y mejorar la transmisión de la política monetaria².

• **Busca la estabilidad monetaria en un mundo más integrado.** Para que la moneda cumpla mejor sus funciones dinerarias en un mundo cada vez más integrado, la inflación doméstica debe ser percibida como tan o más baja que la de otros países –en particular, aquellos con los cuales el Perú comercia–. Como se muestra en el Cuadro 2, alrededor del 60 por ciento del comercio internacional se realiza con países cuyas metas de inflación son menores o iguales a 2 por ciento. Esta percepción de menor o igual inflación relativa también ayuda a fortalecer la confianza en la moneda nacional y facilita la toma de decisiones de inversión productiva en el país.

CONSIDERACIONES ADICIONALES SOBRE LA ELECCIÓN DE LA META

Por otro lado, estos beneficios derivados de la revisión de la meta de inflación deben ser ponderados contra sus potenciales costos. Desde otra perspectiva, la re-

CUADRO 2 ■ Comercio con países con meta de inflación menor o igual a 2 por ciento (en porcentaje)

	X + M 2005
Estados Unidos de América	25,5
Unión Europea	14,4
China	9,9
Canadá	4,2
Japón	3,5
Suiza	3,0
TOTAL	60,7

X: Exportaciones
M: Importaciones

FUENTE: BCRP

visión de dichos costos resulta útil para evaluar por qué no es conveniente adoptar una meta de inflación cero. Entre estos argumentos se tiene:

• **Sesgo positivo de medición de la inflación.** La aparición de nuevos productos en la canasta de los

² Ver Castillo, P. (2006), "¿Justifica la Sustitución Monetaria Algún Grado de Intervención Cambiaria?", documento presentado en el XXIV Encuentro de Economistas del BCRP. Allí se presenta una discusión sobre los efectos del nivel de inflación sobre la dolarización de transacciones.

consumidores, así como los cambios en la calidad de los bienes existentes en la canasta hacen que la medida usual de inflación utilizada por las agencias estadísticas (como el INEI en el Perú) tenga un sesgo positivo. Por lo tanto, es recomendable que la meta de inflación tome en cuenta dicho error de medición y se fije en niveles mayores a cero. Así, de acuerdo con la evidencia internacional, dicho sesgo estaría entre 0,0 y 1,5³, de manera que la inflación meta de 2,0 por ciento está por encima del sesgo más extremo y más cercana al concepto de estabilidad de precios.

• **Límite cero para la tasa de interés nominal.**

Una menor meta de inflación es consistente con una tasa de interés nominal más reducida. Sin embargo, una política monetaria creíble dificulta la existencia de episodios deflacionarios (caída persistente de precios) que lleven las tasas de interés nominales a su límite de cero con la consiguiente pérdida de maniobra para la política monetaria. Más aún, estas posibles “trampas de liquidez” se evitarían realizando ajustes transitorios en los instrumentos monetarios que permitan el retorno de la inflación a la meta⁴, tales como el uso temporal de metas monetarias en lugar de tasas de interés. De darse esta contingencia, poco probable y sin antecedentes históricos en el caso peruano, la implementación de esta solución sería viable en el Perú pues el BCRP cuenta con experiencia reciente (hasta 2002) en el manejo de agregados

monetarios como meta intermedia para lograr la estabilidad de precios.

• **Rigidez a la baja de los salarios nominales.** En un contexto en el que los salarios nominales no son flexibles ante presiones recesivas de demanda, si la inflación meta estuviera muy cercana a cero habría poco espacio para que la economía ajuste los salarios reales vía mayor inflación y, por lo tanto, este ajuste

Alrededor del 60 por ciento del comercio internacional se realiza con países cuyos niveles de inflación son menores o iguales a 2 por ciento.

FORTALEZA. Una meta de inflación de 2 por ciento permite que la moneda nacional compita en igualdad de condiciones con el dólar en el largo plazo.



³ Ver Shiratsuka, S. (2006), “Measurement Errors in the Japanese CPI”, IFC Bulletin, No. 24; y Brook, A., O. Karagedikli y D. Scrimgeour (2002) “Assessing Alternative Inflation Targets: Growth Effects and Other Costs and Benefits” en: “Policy Targets Agreement: Reserve Bank Briefing Note and Related Papers”, Reserve Bank of New Zealand.

⁴ Svensson, L. (2006), “Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap”, Mimeo.

tendría que darse por variaciones en el empleo. Algunos estudios sobre el tema⁵ sugieren que metas de inflación menores a 2 por ciento podrían dificultar el ajuste del mercado laboral, incrementando permanentemente el desempleo.

La evidencia para países en desarrollo como el Perú, señala que este tipo de efecto de la inflación sobre la dinámica del mercado laboral no es significativo⁶, lo cual obedecería a la presencia de un sector informal importante y a la existencia de componentes variables en los ingresos laborales (como participación en las utilidades de las empresas o pago de bonos de productividad).

• **Implicancias de la hipótesis Balassa-Samuelson.**

A partir del modelo Balassa-Samuelson, se desprende que las economías de bajos ingresos poseen altas tasas de crecimiento de la productividad de su sector transable en comparación a las economías más ricas⁷. Este diferencial (positivo) de crecimiento de productividades afecta los salarios reales y los precios relativos intersectoriales que - bajo ciertos supuestos adicionales - inducen una apreciación del tipo de cambio real en estas economías que es independiente tanto del régimen monetario, como del régimen cambiario. Por su parte, en el largo plazo el equilibrio nominal (inflación y depreciación nominal) depende del ancla nominal asociada al régimen de política monetaria.

Aquí cabe notar dos puntos: en primer lugar, la evi-

dencia empírica tiende a demostrar que el efecto Balassa-Samuelson no es tan importante, presumiblemente debido a la debilidad de sus supuestos (referidos al diferencial de productividades sectoriales, el vínculo entre salarios reales y productividad, y la igualación de salarios intersectoriales) y al importante rol de otros determinantes macroeconómicos del tipo de cambio real de largo plazo (como los pasivos externos netos o los términos de intercambio)⁸. En segundo lugar, aun si dicho efecto fuera empíricamente importante, el régimen de Metas Explícitas de Inflación con un esquema cambiario de flotación es compatible con cualquier comportamiento del tipo de cambio nominal. Lo que importa, en todo caso, es la tendencia del tipo de cambio real de largo plazo, la cual está determinada enteramente por factores que subyacen a la economía real.

REFLEXIONES FINALES

Con la reducción de la meta de inflación de 2,5 a 2 por ciento se busca reforzar los resultados positivos de estabilidad de precios alcanzada con la adopción del régimen de Metas Explícitas de Inflación. En este artículo se ha enfatizado que las justificaciones subyacentes a dicha disminución de la meta están alineadas con los objetivos de largo plazo del BCRP, tales como el fortalecimiento del uso del Nuevo Sol (a través de la preservación de su poder adquisitivo), la reducción de la vulnerabilidad asociada a la dolarización financiera y la consecuente mejora de la eficiencia de la política monetaria. Además, se ha ponderado la relevancia - para el caso peruano - de otros argumentos que aparecen en la literatura sobre metas de inflación: rigideces salariales, límite cero de la tasa de interés, sesgo en la medida de inflación y las implicancias de la hipótesis Balassa-Samuelson.

Considerando en conjunto todos estos aspectos, es posible argumentar que una meta de inflación de 2 por ciento resulta adecuada para la economía peruana.

Para concluir, el hecho de que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se hayan mantenido consistentemente dentro del rango meta durante el periodo de aplicación del esquema de Metas Explícitas de Inflación, indica que el BCRP es creíble sobre su meta inflacionaria. Así, la credibilidad alcanzada en el control de la inflación y refrendada por una tasa de inflación anualizada promedio de los últimos cinco años de 2,0 por ciento, hace que la transición de un nivel meta de 2,5 a 2 por ciento no genere costo alguno. ■

Con la reducción de la meta de inflación de 2,5 a 2 por ciento se busca reforzar los resultados positivos de estabilidad de precios alcanzada con la adopción del régimen de Metas Explícitas de Inflación.

⁵ El primer trabajo que introdujo la hipótesis de rigideces a la baja de los salarios nominales fue Akerlof, G., W. Dickens y G. Perry (1996), "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brooking Papers on Economic Activity*, No.1. De otro lado - Svensson, L. (2001), "Comment on Charles Wyplosz, 'Do We Know How Low Inflation Should Be?'" , *Mimeo* - pondera el argumento de que tasas de inflación entre 1,5 y 2,5 por ciento no crean problemas en el mantenimiento de tasas de desempleo reducidas.

⁶ Loboguerrero A. y U. Panizza (2006), "Does Inflation Grease the Wheels of the Labor Market?", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 6, No.1.

⁷ Esta observación se debe al supuesto de que las economías en desarrollo están en una senda de crecimiento más rápido de largo plazo. Además, se supone que no existen mayores diferencias en las productividades de los sectores no transables (servicios).

⁸ Acerca de estos temas, ver, por ejemplo, Égert, B. (2005), "Balassa-Samuelson Meets South Eastern Europe, the CIS and Turkey: A Close Encounter of the Third Kind?", *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 2, No.2, así como varios de los trabajos citados en dicho artículo; Dufrenot, G. y E. Jehoue (2005), "Real Exchange Rate Misalignment: A Panel Co-Integration and Common Factor Analysis", *IMF Working Paper 05/164*, International Monetary Fund; y Miyajima, K. (2005), "Real Exchange Rates in Growing Economies: How Strong Is the Role of the Nontradables Sector?", *IMF Working Paper 05/233*, International Monetary Fund.