

El rango meta de inflación y la efectividad de la política monetaria en EL PERÚ

FERNANDO PÉREZ FORERO*

Este artículo analiza la implicancia de un cambio en la meta de inflación y, al mismo tiempo, se evalúa la efectividad de la meta actual en términos del poder que tiene para anclar las expectativas y las medidas tendenciales de la inflación.



* Jefe del Departamento de Programa Monetario del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe

I. ANTECEDENTES

Al inicio de la década de 1990, el Perú emprendió un agresivo programa de estabilización macroeconómica. Este comprendía, entre otros objetivos, la reducción de la inflación a niveles internacionales. Es así que, desde el año 1997, el Perú tiene una inflación de un solo dígito; con lo cual este año se alcanzó el vigésimo aniversario de este logro. Posteriormente, en el año 2002, el BCRP adoptó el esquema de metas de inflación, luego de doce años de estabilización y de reducción de la inflación. El fundamento de dicho esquema de política monetaria es que la inflación de precios al consumidor se mantenga estable en el horizonte de proyección y dentro del rango meta anunciado.

En el caso de Perú, la tasa de inflación que se toma como referencia es la variación a 12 meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana. Adicionalmente, para el logro de dicho objetivo es necesario que el BCRP monitoree indicadores altamente relacionados con dicha inflación, como por ejemplo las expectativas de inflación y los indicadores tendenciales de inflación. Este esquema de política monetaria ha logrado resultados favorables en muchos países, en especial en Latinoamérica. Ello se puede observar en la efectividad documentada para la región de las acciones de política monetaria sobre el producto y la inflación¹.

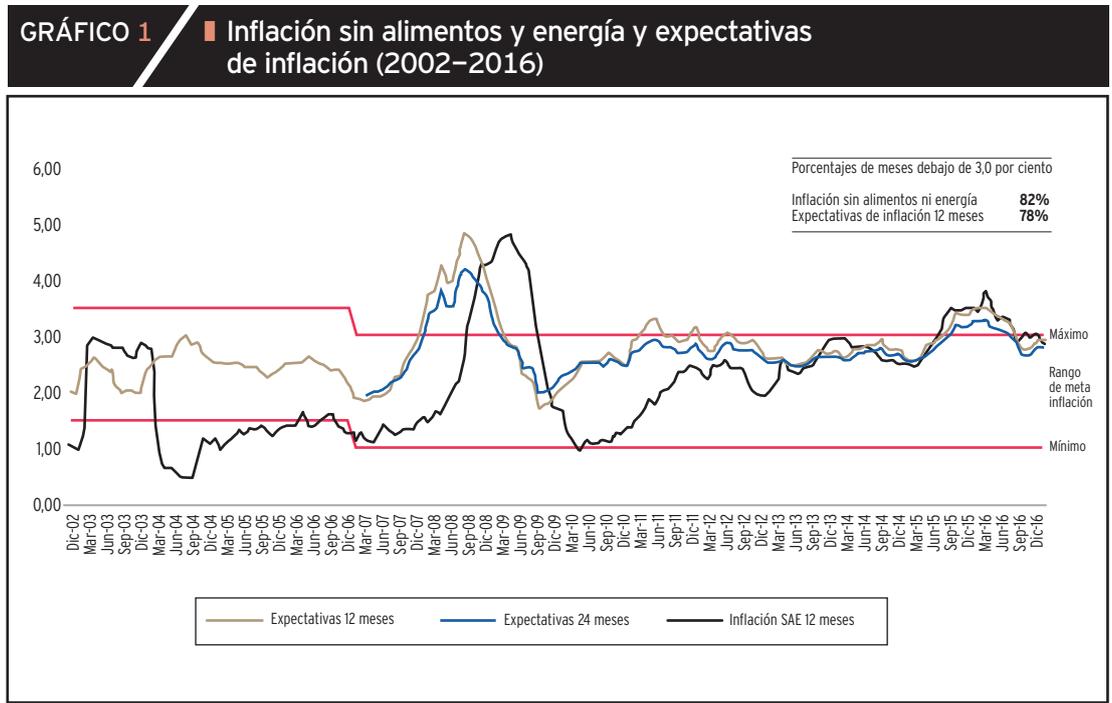
En línea con lo anterior, las acciones de política monetaria del BCRP se implementan apuntando al logro de dicho objetivo. El instrumento principal

que controla el BCRP es la tasa de referencia; con ello se realizan diariamente las operaciones monetarias pertinentes para regular la liquidez, de forma tal que la tasa de interés interbancaria sea consistente con este nivel de referencia. Cabe señalar que esta tasa de referencia sirve también de guía para el resto de tasas de interés del sistema financiero a diferentes plazos y, con ello, ayuda a la formación de expectativas futuras de inflación.

De otro lado, es también sabido que el BCRP realiza operaciones cambiarias (intervención en el mercado *spot* y uso de instrumentos derivados como *swaps* cambiarios) y también lleva a cabo medidas macroprudenciales para regular la evolución del crédito al sector privado (fijación de las tasas de encaje exigible en soles y dólares). Estas operaciones adicionales se ejecutan de forma tal que la tasa de interés interbancaria no se desvíe de su nivel de referencia, dado que este es consistente con la proyección de inflación publicada en el Reporte de Inflación de cada trimestre.

En términos prácticos, en el año 2002 se adoptó el rango meta de 1,5 a 3,5 por ciento y, en febrero de 2007 este se redujo para ser situado en el rango de 1 a 3 por ciento. Luego, en los últimos años se ha venido observando una evolución de la inflación alrededor del límite superior del rango meta (3 por ciento), con lo cual más de un medio de comunicación y/o analista económico han sugerido que este rango de inflación meta se eleve.

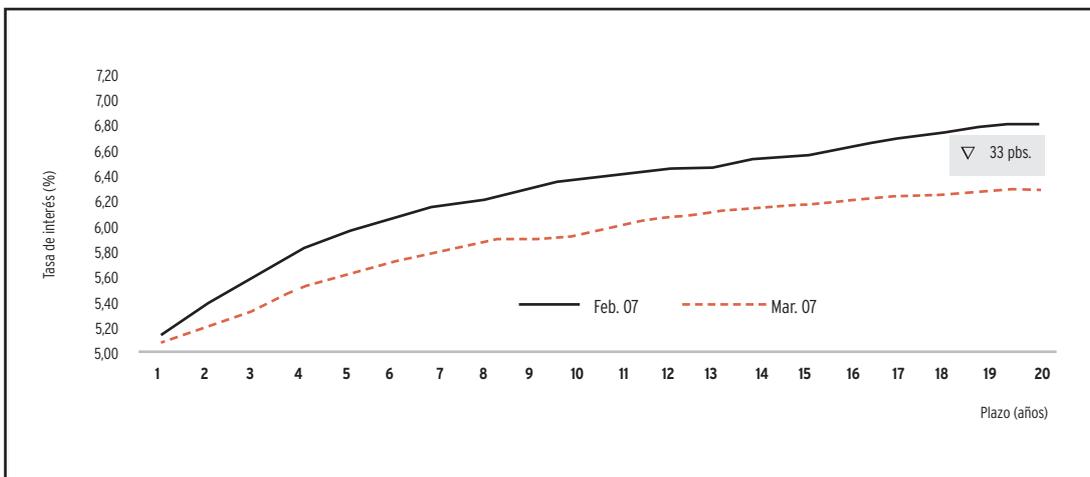
Al respecto, el punto medio del rango meta, 2 por ciento, es consistente con una tasa de interés



FUENTE: BCRP.

¹ Pérez Forero, F. (2015). "Comparing the Transmission of Monetary Policy Shocks in Latin America: A Hierarchical Panel VAR," Premio de Banca Central Rodrigo Gómez / Central Banking Award "Rodrigo Gómez", Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA, julio-sep.

GRÁFICO 2 ■ Efecto de la reducción de la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento en la curva de rendimiento de los Bonos del Tesoro



FUENTE: BLOOMBERG.

“ El punto medio del rango meta, 2 por ciento, es consistente con una tasa de interés nominal de 4 por ciento en el largo plazo ”

nominal de 4 por ciento en el largo plazo (tasa de interés real de 2 por ciento). En el caso peruano, con una economía con cierto grado de dolarización financiera, las fluctuaciones del tipo de cambio respecto al dólar son muy relevantes. Es por ello que, si tomamos en cuenta la paridad no cubierta de tasas de interés, un cambio de meta de inflación alteraría el diferencial de tasas de interés respecto a Estados Unidos, dado que se tendría que fijar un nuevo nivel de tasa de referencia para mantener la tasa de interés real de 2 por ciento. Esta alteración del diferencial de tasas de interés provocaría una mayor fluctuación del tipo de cambio, pues este diferencial de tasas de interés (el actual y el esperado) es el principal determinante de estas fluctuaciones cambiarías².

Dado el grado de dolarización de la economía peruana, es necesario mencionar que parte de las razones por las que se han dado estos desvíos de la inflación, respecto al rango meta, es por el conocido efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación, el cual es incluso más fuerte cuando se presenta un escenario de depreciación³. Esta es la llamada inflación importada, la cual refleja la variación de los precios tanto de bienes finales como insumos importados que forman parte de la canasta del IPC de Lima Metropolitana.

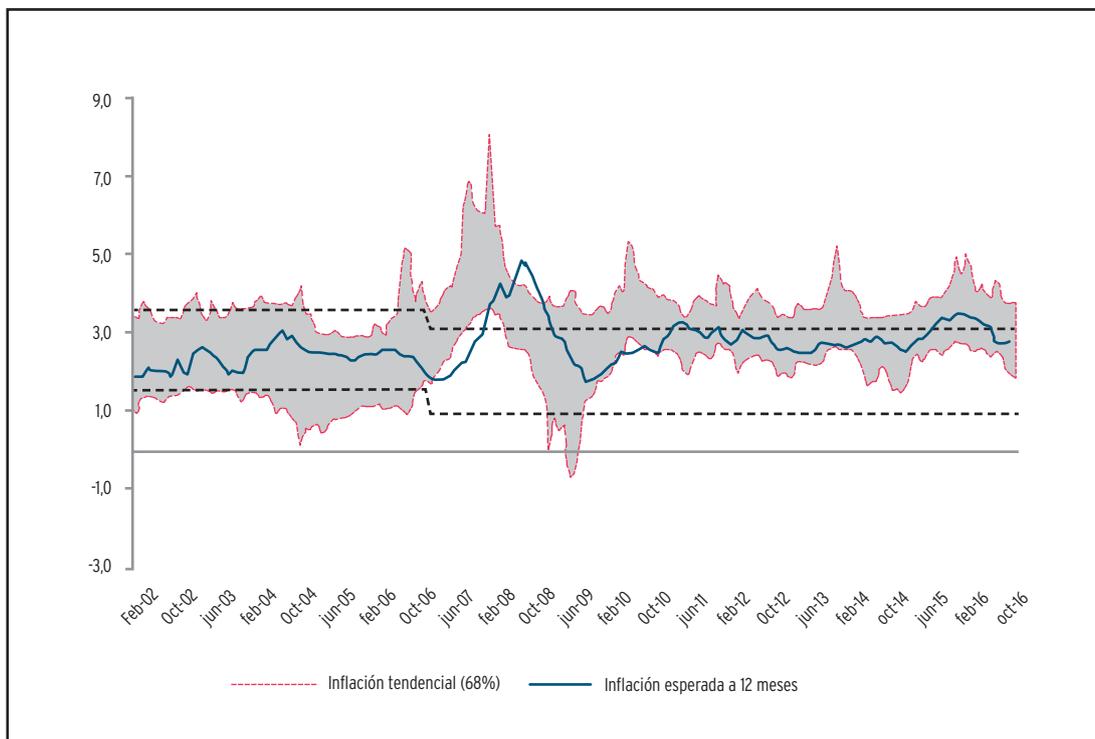
Así, el tipo de cambio es un factor que influye en la inflación. Asimismo, existen factores de oferta que afectan a los precios de los *commodities*, de los combustibles y de algunos alimentos. Estos factores también producen desvíos significativos y persistentes de la inflación total respecto a su rango meta y es por esta razón que uno de los indicadores que se monitorea de cerca es también la tasa de inflación sin alimentos y energía (SAE).

Adicionalmente a la tasa de inflación sin alimentos y energía (SAE), en un esquema de Metas de Inflación es fundamental mantener ancladas las expectativas futuras a la meta de inflación. En tal sentido, el BCRP ha reaccionado modificando su tasa de interés de referencia cuando se han producido desvíos de las expectativas respecto al rango meta. Por ejemplo, en el episodio registrado de setiembre de 2015 a febrero 2016 se observa que se produjo una secuencia de alzas de la tasa de interés de referencia. Si uno observa la comunicación de la política monetaria del BCRP, por ejemplo de febrero de 2016, se menciona que “*El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de las expec-*

² Bacchetta, P. y Van Wincoop, E. (2006), “Can Information Heterogeneity Explain the Exchange Rate Determination Puzzle? American Economic Review, vol. 96, no. 3, June 2006, (pp. 552-576).

³ Pérez Forero, F. y Vega, M. (2015), “Asymmetric exchange rate pass-through: Evidence from Peru,” Documento de Trabajo 2015-011, Banco Central de Reserva del Perú.

GRÁFICO 3 ■ Inflación Tendencial y Expectativa de Inflación a 12 meses (en %)



FUENTE: BCRP, ELABORACIÓN PROPIA.

tativas de inflación, para considerar ajustes adicionales en la tasa de referencia”⁴. En suma, la expectativa de inflación es una variable sumamente relevante y su rol es justamente reflejar la credibilidad del esquema de metas de inflación. En el gráfico 1 se puede observar en que, tanto la inflación SAE como las expectativas de inflación se han mantenido casi siempre dentro del rango meta y muy pocas veces por encima del mismo.

Por tal motivo, si las expectativas de inflación se encuentran en línea con el actual rango meta, no es conveniente modificar dicha meta hacia arriba, ya que ello desestabilizaría las mencionadas expectativas y, al mismo tiempo, generaría más incertidumbre y perjudicaría la reputación y credibilidad del esquema de política monetaria. Cuando se redujo el rango meta de inflación (febrero de 2007), también disminuyeron al mes siguiente las expectativas implícitas de inflación derivadas de la curva de rendimiento de bonos del Tesoro Público, tal como se puede apreciar en el gráfico 2.

En el mismo sentido, una elevación de la meta de inflación produciría el efecto contrario, pues se encarecería el fondeo por parte del Tesoro Público, al elevar también las tasas de interés de plazos mayores. Este efecto tampoco sería conveniente, dado que desde que se implementó el esquema de metas de inflación se ha trabajado en el desarrollo de mercado de bonos, que ha permitido que el

“ Si las expectativas de inflación se encuentran en línea con el actual rango meta, no es conveniente modificar dicha meta hacia arriba, ya que ello desestabilizaría las mencionadas expectativas ”

gobierno peruano consiga financiamiento a plazos inclusive por encima de los 40 años.

Por otro lado, si bien es cierto existen académicos del primer mundo que abogan por una eventual elevación de la meta de inflación en el caso de las economías grandes, ello se justifica porque se quiere evitar que nuevamente se alcance el límite inferior de cero para la tasa de interés (Ball, 2014).

⁴ <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-Informativas/2016/nota-informativa-2016-02-11.pdf>

En un escenario de crisis financiera internacional es necesario tomar medidas para estimular la economía. Sin embargo, si la meta de inflación es muy baja, las tasas de interés nominales también lo serán. Entonces, ante un eventual escenario de crisis, el Banco Central tendría muy poco espacio para estimular la economía a través de la política monetaria. Esto se ha podido observar en las experiencias de la Fed, el Banco Central Europeo, Japón y Reino Unido. Sin embargo, la realidad del Perú es muy distinta a la de estos países, por lo que este no sería un argumento relevante para nuestro caso. En suma, son más los puntos en contra que los que se encuentran a favor de una modificación de la meta de inflación para el caso peruano.

II. ESTIMACIÓN DE UNA MEDIDA TENDENCIAL DE LA INFLACIÓN

Adicionalmente a la inflación sin alimentos y energía (SAE) y a las expectativas, se puede calcular una medida de inflación tendencial que es el componente permanente de la inflación. Dada su naturaleza, es de interés primordial para el BCRP observar esta medida y ver cómo va cambiando en el tiempo. Así, desvíos importantes y persistentes de la inflación tendencial respecto a la meta del BCRP pueden hacer que las expectativas de inflación dejen de estar ancladas a la meta o puedan representar presiones por el lado real, como por ejemplo, una corrección del tipo de cambio real.

Se puede emplear un sistema de Vectores Autorregresivos con parámetros que cambian en el tiempo (TVP-VAR) tal como se describe en Cogley y Sargent (2005)⁵ y Primiceri (2005)⁶. Dicha especificación es particularmente atractiva, dada su inherente flexibilidad y se ajusta a la economía peruana que ha venido experimentando diversos cambios estructurales en los últimos años.

Los datos incluidos para el Perú que pertenecen al período (1995:10-2016:12) son las variaciones porcentuales anuales (12 meses) de las variables: i) PBI real mensual (2007=100), ii) IPC Lima Metropolitana (2009=100), iii) Liquidez Total de las Sociedades de Depósito (en millones de S/), iv) Índice de Tipo de cambio Real Multilateral (2009=100). Adicionalmente, se incluye la Tasa de Interés Interbancaria en S/, promedio mensual. Asimismo, se utiliza el período (1995:10-2002:01) para calibrar la distribución *a priori* de las condiciones iniciales de los parámetros del modelo y se utilizan dos rezagos. Con ello se presentan los resultados para el período (2002:02-2016:12).

Se observa que la inflación tendencial evoluciona siempre dentro del rango meta del BCRP, dado que el área sombreada representa el 68 por ciento más probable dados los parámetros esti-

mados del modelo. Se puede concluir que, para la muestra de análisis (2002-2016) esta inflación tendencial siempre o casi siempre ha estado estadísticamente dentro del rango meta a pesar que se han presentado episodios de mayor incertidumbre asociados a la crisis financiera internacional. Es claro inferir que una elevación de la meta de inflación modificaría el comportamiento de esta inflación tendencial. Es más, si con alta probabilidad se observa que no se puede rechazar estadísticamente que la inflación tendencial esté dentro del rango meta, se tiene una fuerte evidencia en favor del rango meta vigente y de la consecuente efectividad de la meta actual.

También, es importante señalar que la medida calculada de inflación tendencial precede a las expectativas de inflación del sector privado.

III. CONCLUSIONES

En este artículo se analiza la implicancia de un cambio en la meta de inflación y, al mismo tiempo, se evalúa la efectividad de la meta actual en términos del poder que tiene para anclar las expectativas y las medidas tendenciales de la inflación.

Se concluye, con base a la evidencia mostrada, que este esquema de metas de inflación viene funcionando bien. Ello desde que se observa que las expectativas de inflación se encuentran ancladas al rango meta y que, adicionalmente, medidas de inflación que excluyen factores de oferta, tales como la SAE y una medida de inflación tendencial calculada a través de métodos econométricos bayesianos de series de tiempo, se encuentran también ancladas al rango meta vigente. Es más, de este último indicador se desprende que existe evidencia estadística significativa que valida el rango meta actual.

Más bien, como se puede recoger de experiencias de otros países y de la propia experiencia peruana, un cambio en la meta de inflación generaría una mayor volatilidad y un posible desanclaje de las expectativas, lo que sería nocivo para la estabilidad macroeconómica del país. Por otro lado, la utilización de argumentos de economías grandes, tales como el evitar que la tasa de interés nominal alcance el límite inferior de cero, no son necesariamente válidos para el caso peruano. Ello desde que la economía peruana cuenta con una dolarización financiera parcial, lo que hace bastante improbable que se presente un escenario en donde la tasa de interés se reduzca hasta cero.

En suma, es necesario reconocer que los desvíos de la inflación respecto al rango meta son transitorios y que, en el mediano plazo se desvanecerán, provocando así que la inflación converja al rango meta de 1 a 3 por ciento.

⁵ Cogley, T. y Sargent, T. (2005). "Drifts and volatilities: Monetary policies and outcomes in the post WWII U.S." *Review of Economic Dynamics* 8(2), 262-302.

⁶ Primiceri, G. (2005). "Time Varying Structural Vector Autoregressions and Monetary Policy". *Review of Economic Studies* 72, 821-852.