

El esquema de metas de inflación y la INFLACIÓN PERUANA

MARCO VEGA*

La meta de inflación del Banco Central de Reserva del Perú es una de las más bajas entre las economías en desarrollo, la que se explica por el objetivo de proveer un ancla creíble de largo plazo y la necesidad de desdolarizar gradualmente la economía.



* Subgerente, Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe

INFLACIÓN ÓPTIMA Y METAS DE INFLACIÓN

En general, los países desarrollados tienen metas de inflación de 2 por ciento; los países en desarrollo, metas más cerca de 3 por ciento. Por su parte, la investigación económica sobre la meta ideal que debe seguir un banco central está asociada al concepto de política monetaria óptima. Al respecto, Diercks (2017) realiza un recuento de unos 100 estudios que proporcionan cálculos numéricos sobre la meta óptima que debería optar una autoridad monetaria. En general, los resultados están muy por debajo de las metas ya fijadas.

Una meta óptima de inflación depende del tipo de fricciones macroeconómicas en las que opera la política monetaria. Actualmente, la fricción más común en este campo corresponde a la existencia de rigideces de precios. Al respecto, Diercks (2017) documenta 50 estudios que exponen una inflación óptima igual a cero (estabilidad absoluta de precios). La lógica de este resultado es que, en un entorno de precios rígidos, la existencia de inflación o deflación tiene consecuencias negativas sobre el bienestar social. Esto se debe a que los cambios en los precios generan una dispersión ineficiente de precios relativos, la cual origina ineficiencias a nivel agregado.

En el caso de tasas óptimas de inflación positivas, estas requieren introducir elementos adicionales como fricciones financieras, la posibilidad de que la tasa de interés nominal caiga en el límite inferior, la contabilización de sesgos en la medición de la inflación, entre otros. Como lo mencionan Schmitt-Grohé y Uribe (2010), estas añaden unos cuantos puntos básicos sobre la inflación

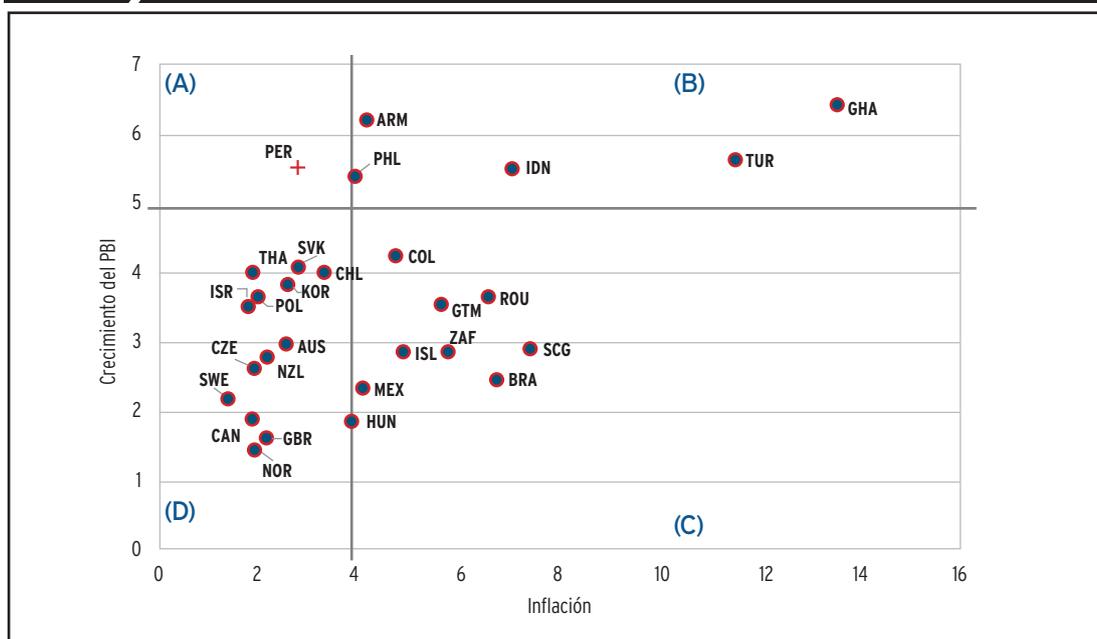
meta óptima de cero, pero aún están muy distantes de las metas fijadas de entre 2 y 4 por ciento.

LA META NUMÉRICA DE INFLACIÓN EN EL PERÚ

En el caso de Perú, además de las razones usuales que se esgrimen para fijar una meta de inflación positiva, se debe considerar que el régimen de meta de inflación se inició en un contexto de alta dolarización financiera y real, el cual se produjo por la elevada inflación de la década de 1980. Para inducir una desdolarización paulatina de la economía, de acuerdo a la literatura sobre sustitución monetaria, era importante lograr que la inflación doméstica y la foránea sean iguales en el largo plazo, de manera que el Sol no pierda su valor real frente al dólar. Esto se obtenía al asemejar la meta de inflación doméstica con la internacional. Asimismo, de acuerdo con la teoría de portafolio de mínima varianza (Ize y Levy-Yeyati, 2004), también era importante disminuir la volatilidad inflacionaria. Para lograr esto era necesario que el ancla inflacionaria tenga credibilidad.

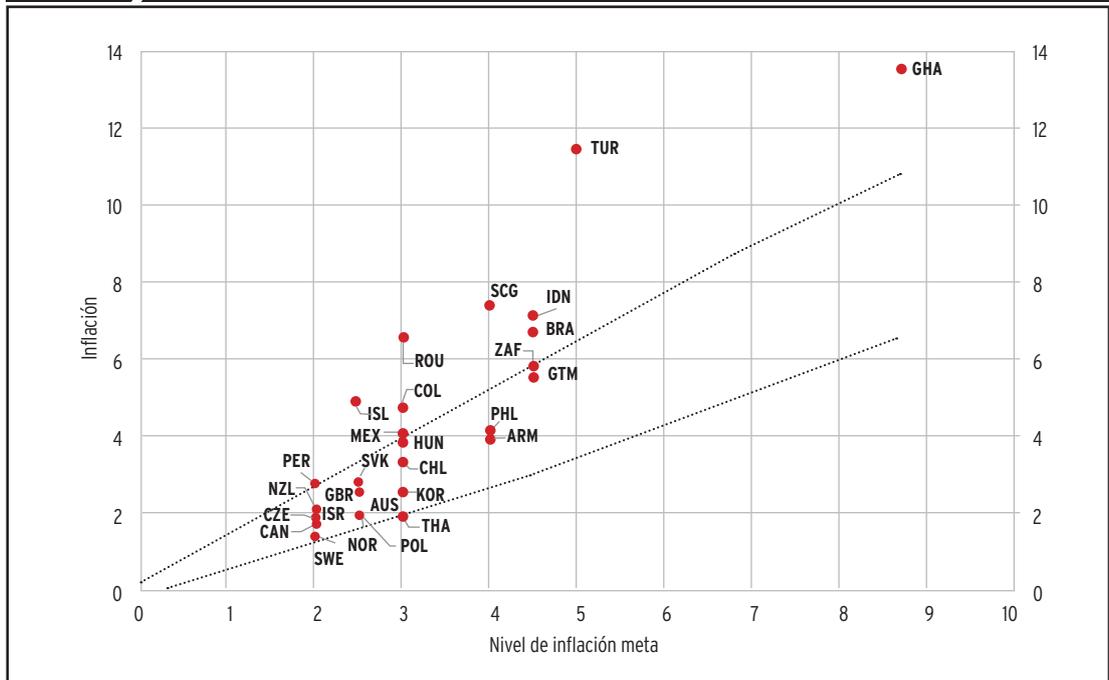
A diferencia de todos los casos de adopción del esquema de metas de inflación, en Perú se admitió dicho esquema para fijar un ancla inflacionaria positiva, a partir de una situación deflacionaria originada por la recesión de inicios del milenio. Al respecto, Horváth y Matějů (2011) realizan una evaluación econométrica sobre los determinantes de las metas numéricas de inflación adoptadas por los países que iniciaron estos esquemas. Un determinante clave es precisamente el nivel de inflación inmediatamente anterior al inicio del esquema. El

GRÁFICO 1 ■ Inflación y crecimiento del PBI en países con metas explícitas de inflación



NOTA: EJE HORIZONTAL = PROMEDIOS DE INFLACIÓN ANUAL ENTRE 2002 Y 2016. EJE VERTICAL = PROMEDIO DE CRECIMIENTO ANUAL ENTRE 2002-2016. FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 2 ■ Inflación promedio, metas de inflación y bandas de tolerancia



NOTA: EJE HORIZONTAL = INFLACIÓN META. EJE VERTICAL = PROMEDIO DE INFLACIÓN ANUAL ENTRE 2002-2016. LAS LÍNEAS DISCONTINUAS CONFORMAN EL PROMEDIO DE LÍMITES INFERIORES Y SUPERIORES DE TOLERANCIA PARA CADA META PUNTUAL.
FUENTE: BCRP.

estudio encuentra que a mayor inflación, los países tienden a elegir una mayor meta numérica y viceversa. Cabe precisar que la inflación interanual en el Perú a diciembre de 2001, antes de la adopción del esquema, era de 0,13 por ciento.

Por tanto, la meta de inflación peruana está particularmente condicionada al contexto histórico de elevada dolarización y recesión del cual parte el esquema de metas de inflación. Ningún otro país que sigue este esquema lo inició con alta dolarización y ningún otro país lo hizo para elevar su inflación.

¿POR QUÉ SE REDUJO LA META DE INFLACIÓN DEL BANCO CENTRAL A PARTIR DE 2007?

Para Salas y Vega (2007), el motivo principal es que el BCRP quiso reforzar el esquema que, por entonces, había logrado la estabilidad de la inflación en un nivel promedio cercano a 2,5 por ciento. Dicha cifra era su meta original.

Con la reducción de la meta de inflación de 2,5 a 2,0 por ciento, el Banco Central se acercaría más al concepto de inflación óptima asociada a la estabilidad de precios y reforzaría el proceso de desdolarización financiera y real de la economía.

¿UNA META DE INFLACIÓN BAJA ES DAÑINA PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO?

La meta de inflación es un ancla nominal de largo plazo. Es decir, la inflación promedio y las expectativas de inflación de largo plazo se determinan

gracias a ella, sin importar el nivel de crecimiento real de la economía. O sea la meta de inflación puede ser relativamente alta o baja independientemente del crecimiento económico alcanzable.

El Gráfico 1 se divide en cuatro sectores y muestra las tasas de inflación promedio y media de crecimiento del PBI entre 2002 y 2016 en países con metas de inflación. En el sector (A) y (B), los países tienen un crecimiento promedio por encima de 5 por ciento, con tasas de inflación menor a 4 (grupo A) o mayor a ella (B). En el caso del sector (C) y (D), el crecimiento del PBI se ubica entre 1 y 5 por ciento y también hay países con tasas de inflación menor (grupo D) y mayor (grupo C) a 4.

El Perú se encuentra en el sector A: baja inflación y alto crecimiento, lo que demuestra que una meta de inflación baja no daña al crecimiento económico promedio. También se puede observar que no existe una relación fuerte entre crecimiento económico e inflación ya que hay tantos países en el sector D como en el C.

¿CÓMO SE DEBE EVALUAR EL CUMPLIMIENTO DE LA META INFLACIONARIA?

El objetivo de la existencia de una meta numérica de inflación es proveer un ancla nominal de largo plazo. Por tanto, la medida más adecuada para evaluar si el esquema aplicado está logrando su propósito es saber si la inflación de largo plazo está dentro del objetivo planteado por el banco central. Una manera simple de calcularla es a través del

CUADRO 1 ■ Recuadros explicativos sobre la dinámica de la inflación y sus determinantes aparecidos en reportes de inflación.

Reporte	Recuadro	Título
2011-junio	7	Precios de alimentos y volatilidad de la inflación
2012-setiembre	9	Choques permanentes y transitorios en el nivel de precios
2012-diciembre	5	Choques de oferta y política monetaria
2014-abril	5	Efectos de la brecha del producto sobre la inflación: la curva de Phillips
2014-julio	7	Descomposición histórica de la inflación
2015-setiembre	5	¿Qué explica el desvío de la Inflación? Un análisis de descomposición histórica
2017-marzo	5	Distribución de la inflación por rubros
2017-junio	3	Choques de oferta y la evolución reciente de la inflación

FUENTE: BCRP.

promedio de varios años de la inflación a partir del inicio del régimen de metas explícitas.

El promedio inflacionario postadopción es cómo los diversos estudios econométricos miden los alcances del esquema de metas de inflación en relación a la inflación. En este sentido, el Gráfico 2 muestra que la mayoría de bancos centrales que siguen este tipo de esquema han logrado mantener el promedio inflacionario dentro de rangos permisibles de tolerancia en los últimos 15 años. Debido a que Perú se encuentra en este grupo de países, se puede inferir que el BCRP ha logrado mantener la inflación dentro de su rango permisible de tolerancia entre 1 y 3 por ciento.

Una observación importante del Gráfico 2 es que los países que tienen metas de inflación más elevadas también tienden en promedio a estar por encima del rango de tolerancia de inflación, como es el caso de Ghana, Turquía, Indonesia y Brasil.

Se ha planteado que medir el desempeño de un esquema de meta de inflación es a partir de contabilizar los desvíos de la inflación interanual respecto a la inflación meta o respecto a los límites inferiores o superiores según sea la dirección del desvío. Sin embargo, esta forma de medición ignora que el proceso inflacionario está plagado de choques de oferta idiosincrásicos que afectan los precios y choques de oferta agregados que pueden ser transitorios o persistentes.

Considérese un país donde el esquema de metas de inflación es sumamente exitoso. Esto significaría que los agentes económicos internalizan totalmente el ancla nominal y siempre esperan que la inflación sea igual a la meta establecida. En consecuencia, de manera preventiva, el banco central de ese país estabiliza todo factor de demanda u oferta previsible que podría afectar la inflación. En esta situación hipotética, todos los agentes económicos esperan fijar precios de acuerdo a la inflación meta y si no existen factores inesperados, la inflación sería siempre igual a la meta.

Sin embargo, aún en esta situación de éxito donde las expectativas de inflación están totalmente ancladas, pueden existir factores de oferta imprevisibles que son los únicos que explican las fluctuaciones inflacionarias. En este caso, los

choques externos y de oferta serían los que explican en mayor parte la dinámica inflacionaria y no la dinámica de los indicadores de demanda, que son de alguna manera controlados por la política monetaria. De acuerdo con la naturaleza de estos choques, la inflación observada puede desviarse transitoriamente o no de la meta. Es decir, el cómputo de los desvíos de la inflación respecto a la meta es una caracterización de los choques de oferta y no una evaluación del grado en que el Banco Central ancla la inflación.

En la realidad, los países que siguen el esquema de metas de inflación han logrado anclar efectivamente la inflación al estabilizar mejor la demanda. Esta característica ha sido documentada en un estudio reciente publicado en el *International Journal of Central Banking*. Allí, Gillitzer y Simon (2015) sostienen precisamente que la naturaleza del proceso inflacionario ha cambiado con el esquema de metas de inflación. Los bancos centrales han estabilizado los componentes domésticos de demanda agregada que afectan a la inflación, por lo que la mayor parte de su variabilidad ahora está explicada por choques externos o idiosincrásicos que tienen impactos agregados. Por tanto, la evaluación del esquema de meta de inflación debe estar en función del resultado promedio inflacionario, pues este es el mejor indicador de que la inflación está anclada al objetivo del banco.

En diversos recuadros de sus reportes de inflación (ver Cuadro 1), el BCRP viene explicando la naturaleza de los choques de oferta, ya sean persistentes o transitorios, y cómo la inflación observada puede descomponerse entre las diversas fuentes de choques económicos. En general, expone que gran parte de las desviaciones de inflación sí se deben a choques de oferta que se han hecho más frecuentes.

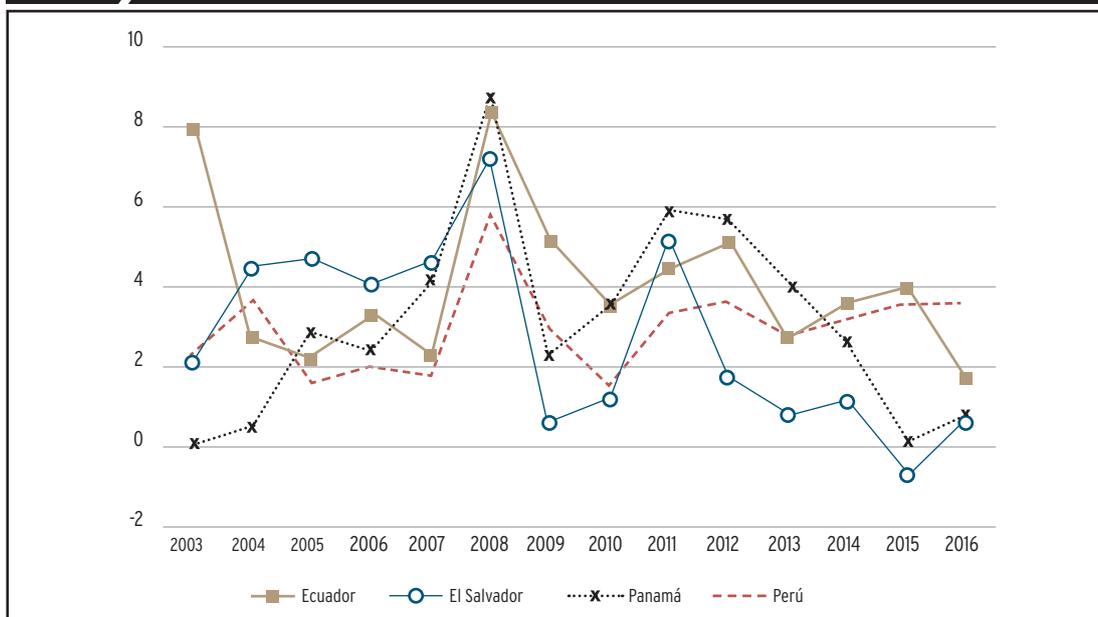
CUADRO 2 ■ Inflación promedio y desviación estándar: Países dolarizados vs Perú

	Inflación media	Desviación estándar
Ecuador	4,1	2,0
El Salvador	2,7	2,3
Panamá	3,1	2,5
Perú	3,0	1,1

NOTA: LOS DATOS SON CALCULADOS ENTRE 2003-2016, PERIODO A PARTIR DEL CUAL LA INFLACIÓN ECUATORIANA SE ESTABILIZÓ.

FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 3 Tasas de inflación interanual en países oficialmente dolarizados y el Perú



FUENTE: BCRP.

EL ANCLA NOMINAL Y LA VARIABILIDAD DE LA INFLACIÓN

La bondad de un ancla nominal creíble es que no solo logra estabilizar la inflación alrededor del ancla sino que también reduce su incertidumbre o volatilidad porque ayuda a formar expectativas futuras de precios y promueve una mejor coordinación entre los agentes económicos en la fijación de sus propios precios.

El Gráfico 3 muestra la inflación a 12 meses de tres países oficialmente dolarizados, Panamá, Ecuador y El Salvador, junto con la inflación de Perú. La dolarización oficial constituye un ancla nominal muy potente para reducir la inflación y compite con el esquema de metas de inflación. En el caso de las metas inflacionarias, su ventaja es que provee a los agentes de un ancla numérica explícita que facilita la coordinación de precios de los agentes económicos y reduce la incertidumbre inflacionaria. Por eso, la desviación estándar de la inflación es menor en Perú que en los países oficialmente dolarizados.

En nuestro país, para el mismo periodo, la desviación estándar de la inflación es también menor a la desviación estándar de las fluctuaciones cambiarias (que alcanza un valor cercano a 5). Este resultado es incluso consistente con la teoría de portafolio de mínima varianza (Ize y Levy-Yeyati, 2004), el cual sugiere que si la volatilidad de la inflación es menor que la de las fluctuaciones cambiarias, la economía tiende a desdolarizarse.

CONCLUSIÓN

Bajo el régimen de metas explícitas de inflación, el Banco Central de Perú mantiene una meta numérica de inflación de 2 ± 1 por ciento. Esta es de las

más bajas que se registran entre las economías en desarrollo. El objetivo de proveer un ancla creíble de largo plazo y la necesidad de desdolarizar paulatinamente la economía explica la elección de una meta baja de inflación. Además, esta se acerca más al concepto de inflación óptima, desarrollada en la teoría monetaria.

Se demuestra que la baja meta de inflación del Banco Central no ha mellado el crecimiento económico desde su implementación. Al contrario, si se evalúa la combinación de baja inflación y alto crecimiento económico, el esquema peruano ha sido uno de los más exitosos en el mundo.

Si se compara con anclas nominales creíbles para reducir la inflación, el esquema ha logrado coordinar mejor la fijación de precios de los agentes económicos y, consecuentemente, inducir una menor volatilidad de la inflación, respecto a países desarrollados.

BIBLIOGRAFÍA

- Diercks, M., "The Reader's Guide to Optimal Monetary Policy" (Junio 18, 2017). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2989237>
- Gillitzer, C., y Simon, J. (2015). "Inflation Targeting: A Victim of Its Own Success?", *International Journal of Central Banking*, 11(4), 259-287.
- Horváth, R., y Matějů, J. (2011). "How are inflation targets set?", *International Finance*, 14(2), 265-300.
- Ize, A., y Levy-Yeyati, E. (2003). "Financial dollarization", *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
- Salas, J., y Vega, M. (2007). Nueva meta de inflación en el Perú: 2 por ciento. *Revista Moneda*, (135), 30-35.
- Schmitt-Grohé, S., y Uribe, M. (2010). "The optimal rate of inflation", en *Handbook of Monetary Economics*, editado por B. Friedman y M. Woodford.