

La política monetaria y el CICLO ECONÓMICO

PAUL CASTILLO*

En este artículo, el autor explica cómo los bancos centrales en economías emergentes responden al ciclo económico, y bajo qué condiciones las políticas contracíclicas resultan efectivas.



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
paul.castillo@bcrp.gob.pe

La mayoría de bancos centrales tiene como objetivo principal mantener una tasa de inflación baja, típicamente cercana a 2 por ciento. Esto se sustenta en la evidencia empírica internacional que muestra que en el largo plazo la principal contribución de la política monetaria a la sociedad es mantener la estabilidad de precios. ¿Significa esto que los bancos centrales con metas de inflación no implementan políticas monetarias contracíclicas, entendidas éstas como aquellas que buscan estabilizar el ciclo económico? En este artículo se discute brevemente bajo qué condiciones los bancos centrales en economías emergentes

con metas de inflación pueden implementar de manera efectiva políticas monetarias contracíclicas.

Mantener una tasa de inflación baja y estable no se contrapone con el objetivo de estabilizar el ciclo económico. Esto es posible cuando las fluctuaciones en la actividad económica reflejan cambios en la demanda agregada que generan movimientos en la misma dirección en el producto y en la inflación. Esta situación es la que Jordi Galí ha denominado como divina coincidencia. Ello porque cuando la inflación se genera por presiones de demanda, los bancos centrales pueden estabilizar de manera simultánea la inflación y la actividad

GRÁFICO 1 Tasa de interés de política monetaria (en porcentaje)

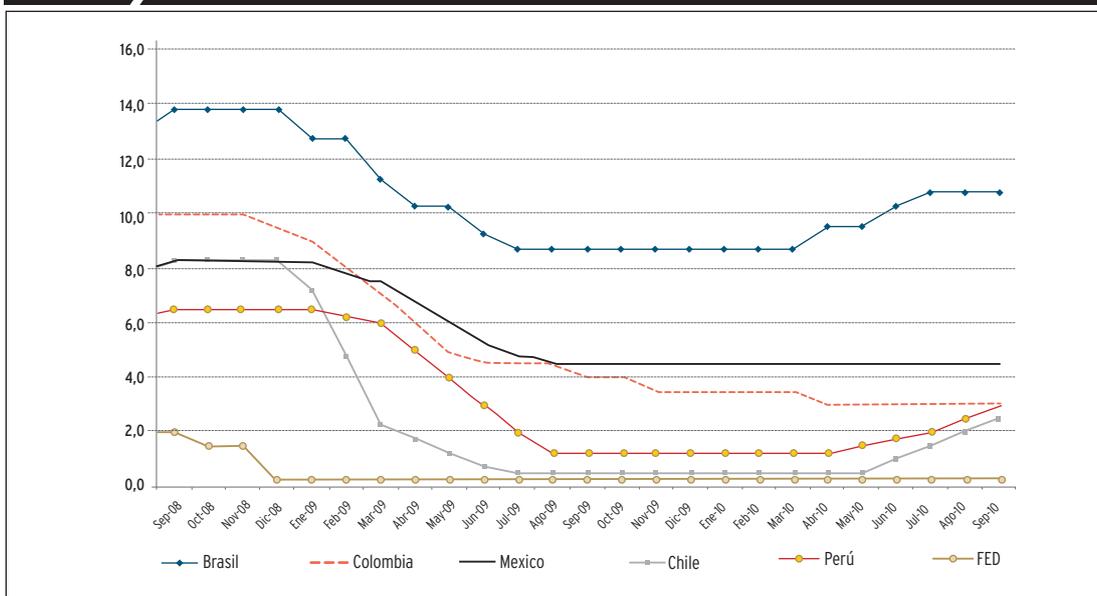
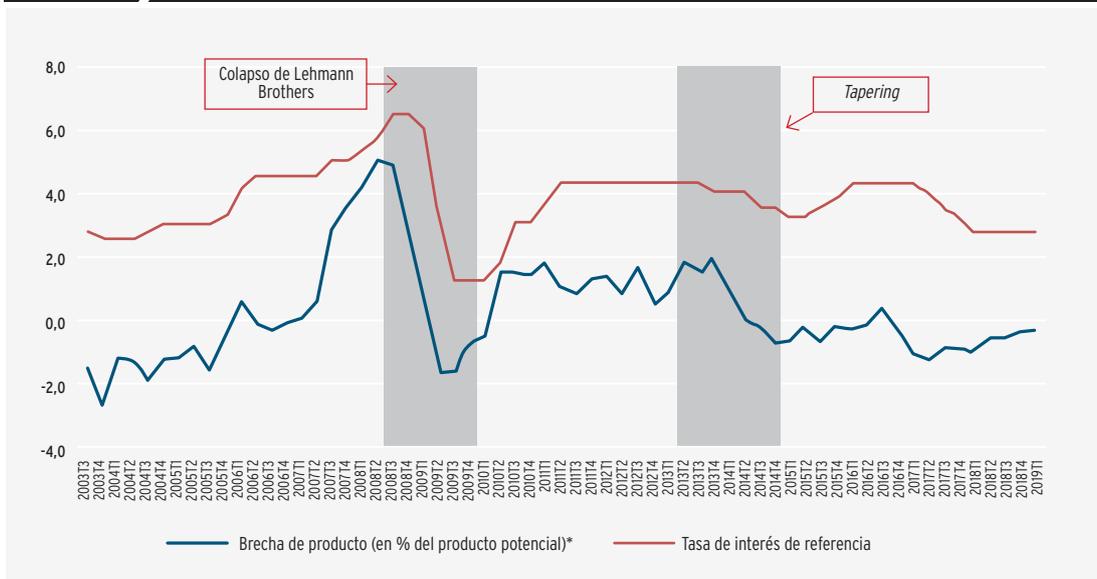
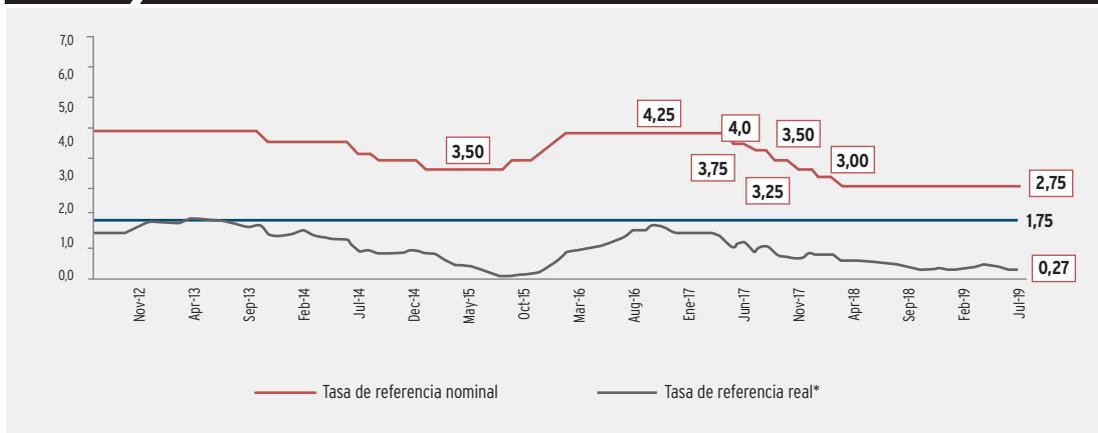


GRÁFICO 2 Perú: Brecha producto y tasa de política monetaria (en porcentaje)



* BCRP

GRÁFICO 3 ■ Tasa de interés de referencia nominal y real* (en porcentaje)



* CON EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN.

económica modificando apropiadamente la tasa de interés de corto plazo.

Los bancos centrales de la región han enfrentado esta situación en varios episodios desde 2005. Durante la crisis financiera global, tanto la inflación como el crecimiento se redujeron rápidamente en 2009, lo que generó una respuesta agresiva de los bancos centrales, recortando sus tasas de política monetaria. Con ello se buscaba estimular la actividad económica, así como reducir el riesgo de que la inflación se ubique por debajo de sus respectivos rangos meta.

En el caso del Perú, el BCRP redujo su tasa de interés a su mínimo histórico, 1,25 por ciento, lo que se reflejó en tasas de interés en el sistema financiero por debajo de sus promedios históricos, incentivando el gasto agregado y el crédito al sector privado (ver Gráfico 1). Consistente con la respuesta de política monetaria, la brecha producto, indicador de presiones inflacionarias de demanda, y la tasa de política monetaria del BCRP, muestran una correlación positiva (ver Gráfico 2).

Una respuesta contracíclica por parte del BCRP también se observó frente al impacto negativo de El Niño costero sobre la demanda agregada en 2017, que redujo el nivel de gasto agregado por debajo del nivel del producto potencial. Frente a ello, el BCRP redujo su tasa de política monetaria desde 4,25 por ciento en abril 2017 a 2,75 por ciento en marzo de 2018, con el objetivo de aminorar la probabilidad de que la inflación se ubique en el tramo inferior del rango meta. Con este nivel para la tasa de interés de política monetaria, la tasa de interés real es 0,25 por ciento, una de las tasas de interés más bajas desde inicios de este siglo (ver Gráfico 3) y que se encuentra por debajo del nivel para la tasa de interés real que se considera neutral, estimada en 1,75 por ciento, lo que denota claramente una posición expansiva de política monetaria. Con estas acciones, la política monetaria del BCRP es contracíclica, lo que, en un

“ La mayoría de bancos centrales tiene como objetivo principal mantener una tasa de inflación baja, típicamente cercana a 2 por ciento. ”

entorno de crecimiento débil de la demanda agregada, permite que la inflación se ubique dentro del rango meta y también contribuya a estimular la actividad económica.

Sin embargo, existen circunstancias en las que no se observa la divina coincidencia, y los bancos centrales enfrentan un dilema entre estabilizar la inflación o la actividad económica. Esto ocurre cuando los choques que afectan la economía son de oferta. Estos choques generan simultáneamente más inflación y menor crecimiento, choques con estas características son los aumentos persistentes en el precio de petróleo, salidas de capital o caídas en los términos de intercambio, que generan depreciaciones persistentes de la moneda doméstica y deterioran las condiciones crediticias. En estas circunstancias, una reducción en la tasa de interés de política monetaria podría validar aumentos transitorios en la inflación, y con ello generar un aumento en las expectativas de inflación persistente. ¿Cómo pueden los bancos centrales reducir este dilema de política monetaria?

Recientemente, varios artículos académicos¹ y el Banco Internacional de Pagos (BIS) han destacado el rol que pueden cumplir la intervención cambiaria y la acumulación preventiva de reservas,

como instrumentos complementarios a la tasa de política monetaria, para flexibilizar este *trade-off* que enfrentan los bancos centrales frente a choques externos.

La intervención cambiaria y el uso de reservas internacionales frente a salidas de capital, reducen el efecto de la depreciación de la moneda doméstica en la inflación, y a la vez limitan el impacto negativo de la salida de capitales en las condiciones crediticias domésticas, que pueden verse afectadas por caídas en la liquidez de la banca, o por un mayor riesgo de solvencia, si existen descalces cambiarios en sus clientes.

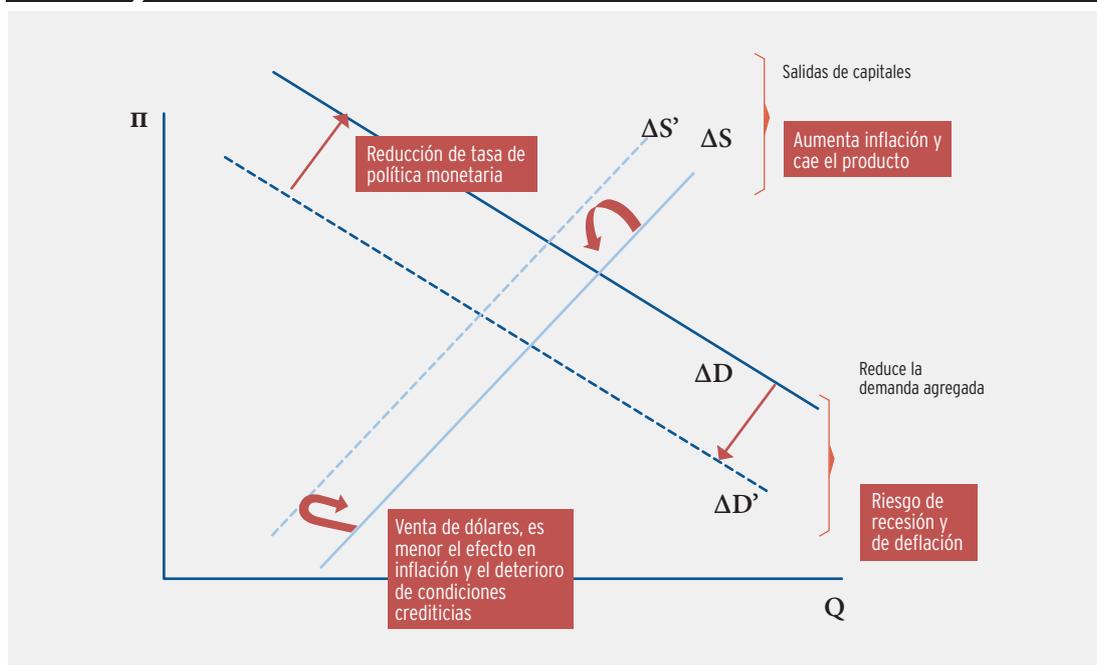
Para poder utilizar de manera efectiva las reservas internacionales con el objetivo de apoyar las políticas contracíclicas, estas deben acumularse de manera preventiva de tal manera que se cuente con un volumen adecuado de las mismas, cuando los flujos de capitales se reviertan. Dentro de lo que el BIS ha denominado el enfoque integrado de política monetaria, la acumulación preventiva de reservas internacionales frente a influjos de capitales es un instrumento fundamental, no solo porque permite contar con liquidez internacional suficiente para reducir el impacto de las salidas futuras de capital, sino porque también, la intervención cambiaria limita la expansión del crédito en el sistema financiero doméstico, (Shin 2019)².

En el caso del Perú, la política de acumulación preventiva de reservas internacionales ha

sido fundamental para poder implementar de manera efectiva una respuesta contracíclica, no solo frente a la crisis financiera internacional, sino también frente a las salidas de capital que generó el proceso de reversión del estímulo monetario de la Reserva Federal de los EE. UU. Esto permitió que el BCRP mantuviera una de las tasas de interés más bajas durante el periodo de la crisis financiera global (ver Gráfico 1). Tal como se muestra en el Gráfico 4, frente a un choque externo negativo, en el que la demanda agregada se reduce, y también la oferta agregada, asociada a la menor capacidad de dar créditos de la banca, la reducción de la tasa de interés y la venta de moneda extranjera por parte del BCRP son complementarios. El primer instrumento tiene por objetivo estimular la demanda agregada, mientras que el segundo, limitar la contracción de la oferta agregada y el impacto de las salidas de capital sobre la inflación.

En conclusión, una política monetaria orientada a mantener la inflación baja y que utiliza instrumentos adicionales, como la acumulación preventiva de reservas, la intervención cambiaria y el uso cíclico de los encajes, puede no solo lograr una implementación más eficiente de la política monetaria, sino también una respuesta contracíclica tanto frente a choques de demanda agregada negativos como frente a choques externos negativos.

GRÁFICO 4 ■ Tasa de interés de política monetaria (en porcentaje)



¹ Gabaix, X and M. Maggiori, 2015, "International Liquidity and Exchange Rate Dynamics", The Quarterly Journal of Economics, 1369-1420; Chang, R, L Cespedes and A Velasco, 2017, "Financial Intermediation, Exchange Rates, and Unconventional Policies in an Open Economy", Journal of International Economics, Volume 108, Supplement 1, May 2017, Pages S76-S86; y Canzoneri, M. and R. Cumby, (2014), "Optimal Foreign Exchange Intervention in an Inflation Targeting Regime: Some Cautionary Tales" Open Economies Review, 45, 429-450.
² Shin Hyun and Boris Hofmann and Mauricio Villamizar-Villegas (2019), "FX intervention and domestic credit: Evidence from high-frequency micro data": BIS Working Papers No 774.