

# M

## arco integrado de política: un nuevo paradigma de la BANCA CENTRAL

MARCO VEGA\* Y GONZALO LLOSA\*\*

En este artículo se presentan los fundamentos del marco integrado de política (MIP), una nueva propuesta teórica y operativa que sugiere un cambio de paradigma en la conducción de la política macroeconómica. A partir de su creciente adopción por parte de bancos centrales y organismos internacionales, se exploran sus antecedentes históricos, su sustento conceptual y su relación con la experiencia del BCRP. El artículo ofrece claves para interpretar las decisiones recientes de política económica desde esta nueva perspectiva.



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



\*\* **Supervisor líder, Subgerencia de Investigación Económica del BCRP**  
gonzalo.llosa@bcrp.gob.pe

Desde el punto de vista científico, un paradigma se entiende como un conjunto de teorías, supuestos y prácticas compartidas que constituyen una forma de ver la realidad y de operar dentro de ella. Dicho de otro modo, un paradigma es el lente a través del cual vemos el mundo, condicionando cómo interpretamos los datos y estructuramos la realidad. Los paradigmas no son eternos; existen cambios fundamentales en los supuestos subyacentes, usualmente provocados por anomalías que el paradigma vigente no puede explicar.

En macroeconomía, en los últimos años, ha surgido una nueva visión sobre la conducción de la banca central, bautizada como marco integrado de política (MIP). Entre los promotores de este nuevo marco se encuentran destacadas instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI) (International Monetary Fund [IMF]) y el Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements [BIS]) (IMF, 2020, 2023; BIS, 2019). La rápida adopción del MIP en la banca central y otros ámbitos de la política económica, así como la creciente dominancia de nuevas teorías y evidencia en torno al MIP, sugieren que se está ante un cambio de paradigma en la macroeconomía.

Este artículo busca brindar luces sobre el MIP: ¿Qué es? ¿Qué elementos históricos y teóricos respaldan su surgimiento? ¿Cómo se relaciona con la experiencia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)? A partir de un mejor entendimiento del MIP, el lector no solo podrá comprender ciertas acciones de los bancos centrales, sino también valorarlas frente a otras opciones.

## PARADIGMAS PREVIOS

Antes de describir con mayor detalle el MIP, resulta útil explicar el marco de política de Mundell-Fleming (MF), también conocido como modelo IS-LM-BOP. Desarrollado de manera independiente por Robert Mundell y J. Marcus Fleming, dos destacados economistas del FMI a inicios de la década de 1960, el marco MF se convirtió en una pieza fundamental en la discusión sobre el diseño de política económica al ofrecer una guía en el debate sobre la efectividad de las políticas fiscales y monetarias en economías abiertas bajo diferentes regímenes cambiarios —fijos o flexibles— y grados de apertura de capitales (Broughton, 2003).

Con el avance de la ciencia económica, el marco MF fue formalmente incorporado a la teoría nekeynesiana, uno de los pilares del análisis de política monetaria en la banca central a inicios del siglo XXI (Woodford, 2002). Uno de los avances más importantes en esta línea fue ofrecer un análisis normativo de diferentes opciones de política monetaria. Al igual que en economías cerradas, este análisis ha comprobado que, en una economía abierta, una política monetaria óptimamente elegida garantiza el cierre de brechas entre el equilibrio bajo precios rígidos y la asignación socialmente eficiente bajo precios flexibles (Gali y Monacelli, 2005). Esta política monetaria óptima toma la forma de un régimen de metas de inflación de precios domésticos, implementado mediante un manejo acti-

vo de la tasa de interés de política y un tipo de cambio flexible.

El marco MF y su variante nekeynesiana incluyen una serie de supuestos teóricos que garantizan que la flexibilidad cambiaria forme parte de la receta óptima para estabilizar una economía. Uno de los supuestos principales es que los precios de los bienes producidos en un país se fijan en la moneda de ese país (*producer currency pricing* o PCP), lo que implica que una depreciación de la moneda local reduce los precios de exportación expresados en moneda extranjera y eleva los precios de importación expresados en moneda local. Bajo el PCP, los precios medidos en moneda extranjera son flexibles siempre y cuando el tipo de cambio también lo sea. En estas circunstancias, se activa el mecanismo de reasignación del gasto (*expenditure switching channel*), que refleja la sustitución de los bienes extranjeros por los bienes locales en la demanda interna cuando los primeros se encarecen en términos relativos con respecto a los segundos.

Otros supuestos importantes dentro del marco MF son la existencia de mercados financieros perfectos y la libre conectividad de estos con el resto del mundo (libre movilidad de capitales). Estos supuestos implican que los fondos prestables se transfieren sin fricciones a sus mejores usos en cada momento, eliminando posibles pérdidas de recursos o transferencias de riqueza que depriman la demanda efectiva.

Bajo los supuestos financieros anteriores, se cumple lo que se conoce como la condición de paridad no cubierta de tasas de interés (UIP, por sus siglas en inglés), pilar fundamental para la determinación del tipo de cambio en el marco MF. Esta condición nos indica que la depreciación esperada del tipo de cambio nominal —medido como el valor en moneda local de una moneda extranjera— entre hoy y un periodo futuro corresponde uno a uno a la diferencia entre las tasas de interés local y la tasa de interés extranjera. Si dicho diferencial aumenta sorpresivamente, el tipo de cambio nominal se aprecia hoy, lo que genera una depreciación esperada a futuro en compensación. Lo contrario ocurre si el diferencial de tasas disminuye: la moneda local se deprecia y se genera una apreciación esperada.

El marco MF ganó popularidad como marco de análisis en los círculos académicos y de política. Sin embargo, tras varias décadas, la literatura empírica ha acumulado una serie de anomalías en su contra. La siguiente sección explica las principales anomalías detectadas.

## ANOMALÍAS

El marco MF asume que los precios de exportación se fijan en la moneda local, lo que activa el *expenditure switching channel* tanto para importaciones como para exportaciones. La realidad, sin embargo, es otra. Usando microdatos, diversos estudios documentan que los exportadores tienden a fijar sus precios en dólares u otra moneda dominante distinta de la del país donde producen. Esta observación recibe el nombre de *dominant currency pricing* (DCP) (Gopinath et al., 2020; Amiti

et al., 2022). Las implicancias del DCP son inmediatas: si los precios de las exportaciones se fijan en dólares, una depreciación de la moneda local no hace que las exportaciones se abaraten inmediatamente para el resto del mundo, neutralizando el beneficio del *expenditure switching channel*.

Por el lado financiero, una de las condiciones más importantes del marco MF es la UIP. No obstante, una serie de estudios ha mostrado la violación de esta condición en los datos (Fama, 1984). Específicamente, se observa que los diferenciales de tasas de interés no se ajustan a las expectativas de depreciación y, por el contrario, indican apreciaciones cambiarias (aunque con un bajo ajuste estadístico). Lo anterior quiere decir que endeudarse en una moneda con tasas de interés bajas para invertir en otra con tasas de interés más altas —*currency carry trades*— presenta retornos esperados positivos.

El desarrollo del marco MF también se sustenta en la perfección de los mercados financieros, tanto domésticos como externos. Esto quiere decir que los precios relevantes para la asignación del gasto en el tiempo son las tasas de interés libres de riesgo, tanto la doméstica como la externa. Las sucesivas crisis financieras en países emergentes a finales del siglo XX y la crisis financiera internacional del 2008 demuestran lo contrario: las condiciones financieras son sumamente volátiles y susceptibles a los flujos de capital y a los precios de los activos financieros (Chari et al., 2023). Más importante aún, las fluctuaciones en estas condiciones se perciben como causantes de los ciclos económicos (Uribe y Yue, 2006).

Por último, el marco MF asume que el mercado financiero doméstico solo puede verse afectado por las condiciones monetarias en moneda local. Subyacente a este supuesto está la presunción de que la totalidad del financiamiento doméstico está denominado contractualmente en dicha moneda. Bajo este supuesto, el manejo de las tasas de interés domésticas garantiza el control del crédito agregado. No obstante, en algunos países emergentes, una parte importante del crédito doméstico se denomina en moneda extranjera, fenómeno conocido como dolarización financiera (Yeyati, 2006).

Esta dolarización es riesgosa cuando se concentra en sectores no transables, lo que se conoce como descalce cambiario (*currency mismatch*). Imagine una empresa peruana dedicada a la venta minorista que gana en soles, pero que tomó un préstamo en dólares para instalar un punto de venta. Si el sol se deprecia un 20 por ciento, su deuda crece efectivamente en un 20 por ciento mientras que sus ingresos se mantienen constantes. Este efecto hoja de balance puede forzar a la empresa a la bancarrota aun cuando el negocio es fundamentalmente viable. Por lo tanto, una depreciación abrupta del tipo de cambio genera pérdidas financieras en los balances de los agentes descalzados, hecho que debilita la demanda agregada.

Las anomalías antes descritas han inspirado nuevas teorías enfocadas no solo en explicarlas, sino también en comprender sus implicancias. En la actualidad, existe mayor claridad sobre las causas y consecuencias de la fijación de precios de exportación en una moneda dominante (Gopinath et al., 2020; Amity et al., 2022), dolarización financiera (Céspedes et al., 2004; Salomao y Varela, 2022) y restricciones financieras (Kiyotaki y Moore, 1997; Bianchi, 2011; Gabaix y Maggiori, 2016). Asimismo, la literatura ha permitido comprender cómo interactúan las imperfecciones financieras con la rigidez de precios nominales y qué consecuencias de política económica acarrea dicha interacción (Fahri y Werning, 2016).

Los avances teóricos y empíricos antes señalados impulsaron una agenda de investigación ambiciosa orientada a guiar la toma de decisiones de política económica en entornos más cercanos a la realidad observada. Esta agenda, liderada por el FMI, ha dado como resultado el marco integrado de política.

### MARCO INTEGRADO DE POLÍTICA

En líneas generales, el MIP es un marco que guía la selección óptima de políticas económicas con el objetivo de gestionar flujos de capital volátiles y preservar la estabilidad económica (IMF, 2020; BIS, 2019). Estos fines reflejan una visión: la estabilidad financiera es esencial para la estabilidad macroeconómica.

Para lograr estos objetivos de manera socialmente eficiente, el MIP aboga por una combinación de políticas que depende de la naturaleza de los choques, de las características estructurales de los países y de sus condiciones iniciales. Tomando tales condicionantes, la política óptima propuesta por el MIP recae en múltiples instrumentos complementarios a la tasa de interés de política monetaria sin garantizar la plena flexibilidad del tipo de cambio en todas las circunstancias. Estos instrumentos complementarios se presentan como intervención cambiaria (FXI), medidas macroprudenciales (MPM) y medidas de manejo de flujos de capital (CFM).

Dentro del MIP, Basu et al. (2025) desarrollan un modelo teórico integrado para analizar la estabilidad monetaria y financiera en economías que enfrentan múltiples fricciones de mercado: fricciones nominales (rigidez de precios y DCP), descalce cambiario, limitada capacidad de absorción del riesgo cambiario por parte de los intermediarios financieros, y límites ocasionalmente restrictivos sobre el financiamiento doméstico y/o externo. Estos últimos dependen del valor del capital financiado y del valor en moneda extranjera de un colateral doméstico. Los autores analizan cómo los instrumentos (FXI, MPM o CFM) deben coordinarse con la política de tasas de interés para contrarrestar choques financieros, como un *sudden stop* en el financiamiento externo o la volatilidad de los flujos de capital.

Uno de los resultados centrales es que la política de tasas de interés no debe usarse para manejar la volatilidad de los flujos de capital no asociada a cambios en

los fundamentos. En su lugar, herramientas como la FXI resultan más eficaces para estabilizar los mercados sin distorsionar la demanda agregada. Asimismo, dicha herramienta contribuye a la estabilización al evitar que la depreciación cambiaria agudice las restricciones financieras externas.

En este punto, resulta interesante preguntarse qué sucedería si se respondiera únicamente con instrumentos convencionales como los propuestos por el marco MF. Por una parte, estabilizar los choques de flujos de capital alterando la tasa de interés local distorsionaría la asignación de recursos en el sector real, lo cual resultaría deficiente. Por otra parte, dejar flotar el tipo de cambio intensificaría las pérdidas por descalce cambiario y presionaría la restricción financiera externa, lo que desestabilizaría la demanda agregada. Queda claro que, en el contexto en el que se incumplen los supuestos del marco MF, la respuesta de política de tasas de interés, acompañada de flexibilidad cambiaria, provocaría resultados contraproducentes.

Basu et al. (2025) también muestran que existen situaciones en las que la FXI no es el único instrumento para aislar la economía de las distorsiones financieras externas. Una situación ejemplar es un *sudden stop* de los flujos de capital, que puede entenderse como un ajuste súbito del límite de deuda externa en dólares. Un *sudden stop* ocurre, por ejemplo, cuando los inversionistas globales se vuelven lo suficientemente pesimistas como para seguir prestando a corto plazo, lo que obliga al país a repagar sus obligaciones externas de inmediato. En este caso, la economía se encuentra en una disyuntiva entre estabilizar la demanda agregada a través de una depreciación cambiaria —mediante la reasignación del gasto hacia bienes no restringidos directamente por fondos del exterior— y los impactos negativos de la restricción financiera externa derivados de la depreciación del valor del colateral financiero.

Para navegar estas tensiones, la FXI debe complementarse con MPM/CFM y con la política de tasas de interés. En particular, controles de capital por motivos macroprudenciales reducen el sobreendeudamiento externo en dólares *ex ante*, limitando el impacto *ex post* cuando se manifiesta el *sudden stop*. Adicionalmente, el relajamiento de los controles de capital *ex post* —como medida de administración de los flujos de capital— alivia la escasez de capital en momentos de crisis. En paralelo, esta última medida brinda espacio para que el banco central reduzca las tasas de interés locales sin exacerbar las presiones cambiarias, lo que da soporte a la demanda agregada.

Basu et al. (2025) enfatizan que existen circunstancias en las que la política monetaria convencional es suficiente para estabilizar la economía. El caso más obvio es cuando los mercados cambiarios son profundos y el colateral financiero es abundante. Sin embargo, incluso si los mercados de cambios no son profundos, la FXI no es necesaria si los choques en los fundamentos del sector real —por ejemplo, productividad o tér-

minos de intercambio— no son de gran magnitud y no comprometen la salud financiera de la economía. En estos casos, al concentrarse los efectos en el sector real, la única fricción relevante es la rigidez de los precios nominales. Por esta razón, la respuesta óptima de política monetaria consiste en estabilizar los precios a través del manejo de la demanda por medio de la tasa de interés local y la flexibilidad cambiaria, aprovechando el mecanismo de reasignación del gasto.

Tomando como base estos hallazgos teóricos y la experiencia previa en política económica, el FMI ha ampliado los lineamientos del MIP para incorporar elementos que aún no han sido modelados rigurosamente (IMF, 2020, 2023). Destacan tres lineamientos para regular el empleo de las medidas complementarias (FXI, MPM y CFM): (i) solo deben considerarse en presencia de fricciones bien identificadas que limitan los beneficios de las medidas convencionales (tasa de interés y flexibilidad cambiaria), (ii) solo deben usarse si los choques son grandes y amenazan los objetivos del banco central, y (iii) no deben sustituir otras medidas de ajuste macroeconómico necesarias.

En vista de lo aprendido, cabe preguntarse cómo encaja la política monetaria del BCRP dentro del MIP. *A priori*, el énfasis de ambos en la FXI sugiere que existen similitudes.

#### CUADRO 1 ■ Mundell-Fleming vs. marco integrado de política

Característica	Mundell-Fleming	Marco integrado de política (MIP)
Fijación de precios	PCP: precios de exportación se fijan en moneda local	DCP: precios de exportación se fijan en una moneda dominante
Condiciones de mercado	Perfecta movilidad de capitales y mercados financieros eficientes	Fricciones financieras y mercados poco profundos
Tipo de cambio	Flotación libre	Flotación administrada (intervenir cuando sea necesario)
Principal herramienta	Tasa de interés de política	Una combinación de políticas (tasas + FXI + MPM, CFM)
Principal riesgo	Inestabilidad macroeconómica	Inestabilidad macroeconómica + inestabilidad financiera

#### LA EXPERIENCIA PERUANA

Mientras que el FMI y otras instituciones han estado codificando nuevos principios a través del MIP, el BCRP ha ido aplicándolos durante décadas. Desde el año 2002, el BCRP ha adoptado un esquema de metas de inflación que le permite al banco ejecutar la política monetaria a través de diferentes instrumentos para i) mantener ancladas las expectativas de inflación al rango meta, ii) reforzar la transmisión de la tasa de interés de referencia al resto de tasas de interés del sistema

financiero, y iii) controlar los riesgos asociados a la dolarización financiera parcial (Florián et al., 2023). Bajo este esquema, el instrumento principal es la tasa de interés. Sin embargo, el énfasis en el control de riesgo lleva al BCRP a considerar instrumentos complementarios. Uno de ellos es la flotación cambiaria administrada con FXI, que consiste en limitar la volatilidad cambiaria excesiva sin afectar la tendencia a largo plazo del tipo de cambio real. Otros instrumentos complementarios son los requerimientos de encajes diferenciados por moneda (soles y dólares).

De acuerdo con Florián et al. (2023), la intervención cambiaria realizada por el BCRP tiene el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio con el fin de:

- Limitar los efectos de hoja de balance asociados a la dolarización financiera.
- Proveer liquidez al sistema financiero durante periodos de estrés.
- Suavizar el ciclo de crédito asociado a las fluctuaciones en los flujos de capital.
- Acumular reservas preventivamente como mecanismo de seguro frente a futuros episodios de turbulencia financiera.
- Asegurar el funcionamiento apropiado de los mercados.

El diseño del esquema del BCRP presenta características alineadas con el MIP. Por una parte, los elementos que componen el esquema enfatizan el funcionamiento correcto y estable de los mercados financieros en presencia de dolarización y volatilidad de flujos de capital. Por otra parte, la intensidad de la intervención cambiaria del BCRP y los cambios en los requerimientos de encaje durante episodios de crisis y de volatilidad financiera (Rossini et al., 2014; Velarde, 2022; Castillo et al., 2023; Florián et al., 2023) han sido consistentes con las recetas propuestas por el MIP.

## CONCLUSIONES

El surgimiento del marco integrado de política (MIP) representa más que una actualización técnica: es una reconciliación entre la teoría macroeconómica y la compleja realidad que enfrentan los mercados emergentes. Al reconocer que, en presencia de fragilidades financieras y flujos de capital volubles, la volatilidad cambiaria puede ser la causa de una enfermedad más que una cura, el MIP valida la filosofía detrás del esquema de metas de inflación con control de riesgos que el BCRP ha aplicado con éxito durante más de dos décadas. En un entorno incierto y volátil, la experiencia del BCRP y el MIP recuerdan que la flexibilidad es una forma de prudencia.

## REFERENCIAS

- Amiti, M., Itskhoki, O., & Konings, J. (2022). Dominant Currencies: How firms choose currency invoicing and why it matters. *Quarterly Journal of Economics*, 137(3), 1435-1493.
- Bank of International Settlements (2019). *Annual Economic Report*.
- Basu, S., Boz, E., Gopinath, G., Roch, F., & Unsal, F. (2025). Integrated Monetary and Financial Policies for Small Open Economies. *Econometrica*, 93(6), 2201-2234. <https://doi.org/10.3982/ECTA21802>
- Bianchi, J. (2011). Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle. *American Economic Review*, 101(7), 3400-3426. <https://doi.org/10.1257/aer.101.7.3400>
- Boughton, J. (2003). On the Origins of the Mundell-Fleming Model. *IMF Staff Papers*, 50(1). International Monetary Fund.
- Castillo, P., Jácome, L., & Rojas, Y. (2023). La política monetaria de fines de los noventa: algunas lecciones de la crisis asiática y rusa. En M. Vega y L. F. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la Política Monetaria de Perú*, Tomo 2, Capítulo 12 (111-140). Banco Central de Reserva del Perú.
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2004). Balance Sheets and Exchange Rate Policy. *American Economic Review*, 94(4), 1183-1193. <https://doi.org/10.1257/0002828042002589>
- Chari, A., Stedman, K. D., & Lundblad, C. (2023). *Risk-on Risk-Off: A multifaceted approach to measuring global investor risk aversion*. Working Paper 31907. NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w31907>
- Fama, E. (1984). Forward and spot exchange rates. *Journal of Monetary Economics*, 14(3), 319-338. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(84\)90046-1](https://doi.org/10.1016/0304-3932(84)90046-1)
- Farhi, E., & Werning, I. (2016). A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities. *Econometrica*, 84(5), 1645-1704. <https://doi.org/10.3982/ECTA11883>
- Florián, D., Montoro, C., & Pérez Forero, F. (2023). El esquema de metas de inflación con control de riesgos. En M. Vega y L. F. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la Política Monetaria de Perú*, Tomo 2, Capítulo 14. Banco Central de Reserva del Perú.
- Gabaix, X., & Maggiori, M. (2025). International Liquidity and Exchange Rate Dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, 130(3), 1369-1420. <https://doi.org/10.1093/qje/qjv016>
- Galí, J., & Monacelli, T. (2005). Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy. *The Review of Economic Studies*, 72(3), 707-734. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2005.00349.x>
- Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Diez, F. J., Gourinchas, P., & Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant Currency Paradigm. *American Economic Review*, 110(3), 677-719. <https://doi.org/10.1257/aer.20171201>
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248. <https://doi.org/10.1086/262072>
- International Monetary Fund (2020). *Toward an integrated policy framework*. Policy Paper 2020/046. <https://doi.org/10.5089/9781513558769.007>
- International Monetary Fund (2023). *Integrated Policy Framework—Principles for the Use of Foreign Exchange Intervention*. Policy Paper 2023/061. <https://doi.org/10.5089/9798400263842.007>
- Rossini, R., Armas, A., & Quispe, Z. (2014). Global policy spillovers and Peru's monetary policy: Inflation targeting, foreign exchange intervention and reserve requirements. En Bank for International Settlements, *The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets*, Vol. 78 (241-264).
- Salomao, J., & Varela, L. (2022). Exchange Rate Exposure and Firm Dynamics. *The Review of Economic Studies*, 89(1), 481-514. <https://doi.org/10.1093/restud/rdab032>
- Uribe, M., & Yue, V. Z. (2006). Country spreads and emerging countries: Who drives whom? *Journal of International Economics*, 69(2006), 6-36. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.04.003>
- Velarde, J. (2022). La Crisis Financiera Global de 2008: respuesta de política monetaria y lecciones aprendidas. En M. Ortiz y D. Winkelried (eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamias*. Universidad del Pacífico.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.
- Yeyati, E. L. (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. *Economic Policy*, 21(45), 61-118.