

INFORME

METAS DE INFLACIÓN EXPLÍCITAS

INTRODUCCIÓN

La política monetaria peruana ha enfrentado el proceso inflacionario de los últimos años con éxito, en consecuencia, en la búsqueda de alcanzar un nivel de inflación internacional, ha sido evidente la transición hacia un régimen de metas de inflación explícitas. De esta manera proponerse una tasa de inflación baja y estable, así como también ser partícipes de los éxitos de la experiencia en economías desarrolladas, motiva a discutir la implementación y seguimiento del régimen de metas de inflación. El presente artículo revisa el concepto de metas de inflación, sus pilares fundamentales; credibilidad, transparencia y accountability o rendición de cuentas, además de sus ventajas y desventajas.

LO RACIONAL PARA LAS METAS DE INFLACIÓN

El directorio del banco central del Perú ha adoptado explícitamente el régimen de metas de inflación en el programa monetario para el año 2002. El caso peruano es interesante debido a que en los últimos años ha sido evidente la transición hacia un régimen de metas de inflación de manera explícita, así desde el 2000 se publica el programa monetario anual en el que se incluye la meta de inflación para el año en curso, así como también el incremento de la meta intermedia en forma de un rango. También se tiene desde 1992 la prepublicación de la Carta de Intención con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que recoge el compromiso entre la política fiscal y monetaria en conseguir un objetivo inflacionario.

Algunos autores como Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001) consideran que el Perú ya se encontraba inmerso en el régimen de metas de inflación, esta clasificación corresponde al hecho que desde 1994 se anuncian metas de inflación. Pero el régimen de la “discrecionalidad restringida” es más que anunciar metas; la estructura descansa en todo un compromiso institucional, la ausencia de un dominio fiscal y sobre todo en la credibilidad, transparencia y el *accountability* o rendición de cuentas.

La implementación de metas de inflación tiene como fin asegurar la reducción de la inflación a niveles internacionales, así como también reducir la probabilidad de caer en inconsistencia intertemporal, que a menudo un régimen puede experimentar debido a presiones políticas o a ganancias de corto plazo en materia de reducción de desempleo o de una mayor competitividad externa. Así el régimen de metas de inflación requiere una visión de largo plazo y estar focalizado en la estabilidad de precios.

La pregunta es ¿por qué adoptar metas de inflación? Las metas de inflación ayudan a proveer un ancla nominal para la política monetaria, sujetando las expectativas pero teniendo un control en la necesidad de responder en el corto plazo (Kahn & Parrish, 1998), sin esta ancla se puede llegar a ser inconsistente en el largo plazo. Además, como se ha señalado, implementar metas de inflación es una estrategia que mejora la transparencia y *accountability* que se hace en una mayor o menor medida antes de adoptar el régimen; errar y justificar se

convierte en un mecanismo de alta transparencia, en algunos casos las desviaciones de la meta pueden ser justificables y en otras no. Dada la naturaleza técnica de la política monetaria, una buena conducción depende del amplio rango de vistas y el grado de aversión de los *policymakers* a la inflación, "el efecto credibilidad" es importante para los agentes económicos que estarán más deseosos de conducir sus compromisos de inversión y consumo en el largo plazo¹.

Adoptar el régimen de metas de inflación explícitas implica 5 elementos principales a saber:

- 1) La autoridad monetaria anuncia públicamente metas numéricas de inflación (en forma de rango o sobre un punto específico).
- 2) La autoridad monetaria expresa el compromiso institucional de estabilidad de precios (Objetivo-meta).
- 3) La autoridad monetaria decide cambios en los instrumentos sobre la base de un conjunto de variables relevantes, y no sólo sobre agregados monetarios o tipo de cambio.
- 4) La autoridad monetaria muestra transparencia de la política monetaria a través de la comunicación con el público y los mercados acerca de sus acciones de la autoridad monetaria con el fin de cumplir el objetivo.
- 5) *Accountability* o rendición de cuentas para el logro de los objetivos de inflación.

Asimismo, para una aplicación exitosa del régimen se necesita de una plena independencia del Banco Central, para no caer en problemas de inconsistencia intertemporal debido a presiones políticas o de carácter transitorio que comúnmente tiene fines diferentes al objetivo de estabilidad de precios. La ausencia de dominio fiscal y la adopción de una política fiscal prudente es también un requisito; esto ha propiciado ganancias en el crecimiento económico de los países (Corbo, Elberg & Tessada, 1999). Por último, se encuentra una constante supervisión y regulación del sistema financiero.

CREDIBILIDAD, TRANSPARENCIA Y ACCOUNTABILITY.

Si los agentes económicos llevan a cabo transacciones o inversiones a través del tiempo ajustando siempre bajas expectativas de inflación, el crecimiento de los precios puede comenzar a declinar, *ceteris paribus* (Hanel & Schwartz, 1997). Así, mientras los agentes pronostican y ajustan sus expectativas se aminoran los costos de encontrarse en un periodo inflacionario.

La credibilidad de la autoridad monetaria en su compromiso de la estabilidad de precios es por tanto importante para asegurar y anclar las expectativas de inflación. Es de esperar que el Banco Central logre creíble su objetivo último: una inflación baja y estable. Pero la acción no es salir a las calles y dar un discurso sobre los objetivos del Banco Central, entonces ¿Cómo se puede conseguir credibilidad? Autores como Hanel & Schwartz (1997) son claros en señalar que el anuncio debe darse luego de acciones que demuestren la efectividad de la lucha contra la inflación (un proceso desinflacionario exitoso) y sin un déficit abultado o cláusulas de escape en sus compromisos.

Asimismo, la credibilidad puede ser incrementada a través de una coordinación entre el gobierno y el Banco Central; el anuncio y la ejecución de políticas en conjunto son motivados para impactar en las expectativas de inflación haciendo creíble el compromiso de la lucha contra la inflación. Compromisos como la Carta de Intención con el FMI en el Perú son beneficiosos para orientar las políticas fiscales y monetarias hacia el objetivo inflacionario; igualmente, el anuncio de metas y las proyecciones macroeconómicas del Banco Central ante el poder legislativo son medidas que favorecen a la transparencia y credibilidad.

¹ Hanel & Schwartz (1997) señalan que la necesidad de adoptar metas de inflación explícitas responde a la preocupación por los efectos perversos del tipo de cambio. Los autores indican que tener un régimen flexible o de banda amplia del tipo de cambio, implica aceptar variaciones del tipo de cambio, por lo que se necesita limitar y anclar las expectativas de inflación a través del anuncio formal de las metas de inflación.

La transparencia es de suma importancia para la credibilidad; Hanel & Schwartz (1997) señalan que la incertidumbre de no conocer la función objetivo y parámetros de respuesta a desviaciones de la meta de inflación podrían poner en cuestionamiento las acciones del Banco Central para cumplir el compromiso asumido. En este sentido, la publicación de reportes contribuyen a dar información sobre los avances y resultados del desempeño de la política monetaria (evolución de los precios, cumplimiento de metas inflacionarias, instrumentación, etc). Países como Brasil y Nueva Zelanda incluyen pronósticos de inflación en sus publicaciones de política monetaria, lo cual es considerado como innovador en lo que respecta a contenido de reportes.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

Mishkin (2000) señala que el régimen de metas de inflación presenta importantes ventajas:

- 1) A diferencia del ancla cambiaria, la autoridad monetaria puede centrarse en consideraciones domésticas al responder a golpes o shocks de oferta, demanda y de origen externo.
- 2) A diferencia de la meta de agregados monetarios, el régimen de metas de inflación no depende de una relación estable entre el dinero y la inflación, en cambio utiliza toda la información disponible para el uso correcto de los instrumentos de política monetaria.
- 3) Es altamente transparente y fácilmente entendida por el público; la adopción de la inflación como meta y objetivo a la vez, hace que los agentes económicos entiendan claramente cuál es la prioridad de la autoridad monetaria.
- 4) El régimen de la "discrecionalidad restringida" reduce la probabilidad de caer en inconsistencia intertemporal, el régimen se centra en lo que puede hacer en el largo plazo más que en lo que no puede hacer, es decir se lleva a la economía por una senda óptima hacia la meta de inflación sin deterioros significativos en el nivel del producto.
- 5) el régimen de metas de inflación tiene el potencial de reducir presiones políticas, así para entregar los resultados esperados deberá existir un compromiso institucional al anunciar la estabilidad de precios como objetivo principal del Banco Central. Mishkin (2000) enfatiza que esto último es importante en economías que han tenido en el pasado una mala administración de política monetaria.

Entre las desventajas tenemos:

- 1) Si el régimen es demasiado rígido, el instrumento de política monetaria se movería repetidas veces para alcanzar la meta, provocando un aumento en la inestabilidad del producto.
- 2) Con respecto al *accountability*, podemos decir que los rezagos entre las decisiones de los *policymakers* y los resultados son extensos, por lo que la rendición de cuentas es débil, ocasionando falta de credibilidad por parte del Banco Central.
- 3) El régimen de metas de inflación no puede evitar dominio fiscal; los gobiernos aún pueden perseguir políticas fiscales irresponsables, en el largo plazo un abultado déficit fiscal puede hacer quebrar el régimen, dejando que el tipo de cambio se deprecie y, posteriormente un aumento de la inflación.
- 4) La flexibilidad del tipo de cambio podría ocasionar inestabilidad financiera, esto es importante para economías emergentes con un alto grado de pasivos dolarizados.

Debe entenderse que el uso de un ancla para la política monetaria no resuelve conflictos entre objetivos, como ejemplo de esto podemos citar a Chile y Colombia que persiguieron metas de inflación con bandas de tipo de cambio. El régimen de metas de inflación está asociado con sus efectos sobre el tipo de cambio, al proponerse llegar a la meta de inflación, la política monetaria podría causar una apreciación nominal que llevaría a una apreciación real, poniendo en riesgo no solo al sector exportador sino también a las cuentas externas. Así el problema es que podrían existir dos objetivos, la tasa de inflación y el tipo de cambio real (o la medida de déficit de cuenta corriente), por lo que se necesita de dos instrumentos y la política monetaria sólo provee uno.

Investigadores como Kahn y Parrish (1998) se preguntan por qué no todos los Bancos Centrales adoptan la meta de inflación; ellos argumentan que existen países que han manejado efectivamente su política monetaria sin el uso de una meta inflacionaria explícita. En segundo lugar, algunos gobiernos han considerado otros objetivos en adición a la estabilidad de precios; tenemos el ejemplo de los Estados Unidos, donde el Congreso ha demandado a la Reserva Federal "promover efectivamente los objetivos de máximo empleo, estabilidad de precios y tasas de interés moderadas". Cechetti (1998) señala que adoptar metas de inflación explícitas provee una meta inflación pero no explícitamente objetivos de producto y empleo. Asimismo, las metas de inflación requieren el apoyo del gobierno por intermedio del Ministerio de Finanzas; si los gobiernos reducen la posibilidad de adoptarlo, los Bancos Centrales son menos propensos de aceptar el régimen.

¿COMO VA LA ECONOMÍA PERUANA?

El directorio del banco central ha adoptado el régimen de metas de inflación en el programa monetario para el año 2002, especificando una meta de inflación acumulada a diciembre de 2,5 por ciento con una margen de error de 1 por ciento. Asimismo el compromiso es asumido en el marco de la carta de intención 2002-2003. Para el cumplimiento de esta meta se anunciará el rango de la liquidez en las cuentas corrientes de la banca, así como una tasa de referencia, para esto se revisará indicadores entre los cuales se encuentra el tipo de cambio, expectativas de demanda, tasas de interés, demanda para diferentes nominaciones de dinero y expectativas de inflación.

La meta de inflación a cumplir este año se sustenta, según lo establecido en el programa monetario, en una recuperación de la demanda interna de 3,4 por ciento y un crecimiento del PIB de 3,5 por ciento, en un marco estable en las acciones de política fiscal y de bajas tasas de interés que propiciarán la recuperación del gasto en consumo e inversión, el desarrollo de proyectos como de Camisea y en el cumplimiento del cronograma de privatizaciones durante el año. El crédito al sector privado, en soles y dólares, se recuperaría en 11 y 4,1 por ciento, respectivamente revirtiendo la tendencia de años anteriores. La emisión primaria crecería en 7 por ciento, la liquidez a fin de periodo crecería en 6,7 por ciento y la liquidez en soles lo haría en 9 por ciento, en lo referente al precio de la divisa norteamericana, las encuestas del tipo de cambio arrojan un incremento acumulado anual de 2,5 por ciento.

Para marzo del presente año el BCRP amplió su meta operativa de S/. 160 - S/. 170 millones a S/. 185 - S/. 195 millones, para abril se hizo evidente ajustar hacia arriba el rango debido a que al final de marzo el saldo en cuenta corriente de los bancos en el banco central de reserva se situó en S/. 205 millones, el rango establecido para abril es de S/. 205 - S/. 215 millones manteniendo una tasa de referencia de 3 por ciento. El saldo de la emisión primaria en variaciones de doce meses alcanzó para marzo 14.8 por ciento, siguiendo la tendencia creciente a inicios del año.

En lo que se refiere a mejorar la transparencia, el ente monetario publicará cada cuatro meses (enero, mayo y septiembre) un informe conteniendo los avances y evolución de las principales variables económicas en el camino de cumplir la meta de inflación. La publicación de las encuestas sobre expectativas macroeconómicas a diferentes empresas financieras, no financieras y a distinguidos analistas contribuye como guía en la credibilidad de la política. Las variables de análisis son: tipo de cambio, tasa de interés interbancaria, crecimiento del PIB, emisión, inflación, crédito al sector privado, etc. En lo que se refiere al *accountability* no se tienen mayores avances.

¿SERÁN EFECTIVAS LAS METAS DE INFLACIÓN?

Masson, Savastano y Sharma (1997) señalan que el régimen de metas de inflación es probablemente una estrategia efectiva si la transición es después de una desinflación exitosa: Perú luego de tener una tasa de inflación de más de 7000 por ciento, pudo reducirla a 10,2 por ciento en 1995 y a 3,7 por ciento en 2000.

Para Corbo, Elberg & Tessada (1999), la histéresis que produjo la hiperinflación de los ochentas se traduce en una pérdida de confianza de los agentes económicos en la moneda local. Como resultado de esto el nivel de los depósitos en dólares en la economía peruana representa el 69 por ciento del total de depósitos, constituyendo una de las economías con más altos rangos de dolarización en Latinoamérica. Los autores señalan que estos indicios de falta de confianza implican problemas en la relación entre los agregados monetarios y la inflación² por lo que se preguntan si existe campo de acción para la política monetaria.

Al respecto Armas, Grippa, Quispe & Valdivia (2001) argumentan que no existen problemas de manejo monetario debido a que el tipo de dolarización es de sustitución de activos y no de sustitución monetaria; el nuevo sol cumple las funciones transaccionales y de unidad de cuenta, mientras que el dólar es utilizado como depósito de valor, así mientras el nuevo sol prevalece como medio de pago, la política monetaria influye sobre los precios³.

Sobre la posibilidad de una coexistencia de objetivos, Corbo, Elberg y Tessada (1999) señalan el uso de una segunda ancla implícita para el Perú; argumentan que las observadas apreciaciones del tipo de cambio real ha ocasionado conflictos con el objetivo de promover el crecimiento exportador. De seguir un comportamiento sobre la base de dos objetivos, que es imposible de manejar, se corre el peligro de socavar la credibilidad de la autoridad monetaria, elemento tan necesario para anclar las expectativas de inflación.

Al parecer, las dificultades en usar un ancla monetaria con una inestable demanda por dinero podrían explicar los cambios hacia metas de inflación explícitas que han venido sucediendo desde 1994. Si bien es cierto que un régimen de metas de inflación es compatible con un manejo de agregados monetarios – un claro ejemplo es México - esto no garantiza que podamos conseguir buenos resultados. Dada la inestabilidad de la demanda por dinero en contextos de baja inflación, la pregunta más importante es si se puede seguir con un manejo del saldo de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCRP. Es importante continuar con investigaciones que sirvan de aporte para evaluar los beneficios de usar alternativas al dinero como meta operativa.

Adicionalmente al anuncio de metas y de publicaciones de reportes, es de esperar que se reafirmen los compromisos con el sector público, además de un incremento en la comunicación con el público, poniendo en consideración de forma explícita los pasos del banco central para alcanzar la meta de inflación. Asimismo, es necesario contar con buenos modelos de pronósticos y cuestionarse cuál es el rango de meta de inflación adecuado para una economía pequeña y abierta. Rozzini (2001) sostiene que el Perú cumple con los requisitos para adoptar el régimen de metas de inflación de manera explícita: un banco central independiente, baja inflación, un sistema financiero sólido y la ausencia de dependencia fiscal; pero se reconoce que se deben hacer mayores investigaciones sobre el tema.

² Dado que la estabilidad de la demanda por dinero es incierta en economías que han tenido un pasado hiperinflacionario y crisis de balanza de pagos, Corbo, Elberg y Tessada (1999) puntualizan que no es sorprendente que el Banco Central de Reserva del Perú haya empleado reglas de política con alguna discreción.

³ Ball (2001) señala que inclusive en un contexto de sustitución de activos, la política monetaria es difícil de manejar, ante esto, un instrumento de tasa de interés es más conveniente.

Cuadro resumen de experiencia internacional

	Nueva Zelanda	Canadá	Chile	Brasil
Fecha de adopción	Marzo 1990	Febrero 1991	Setiembre 1999	Julio 1999
Marco de la adopción	Acuerdos de objetivos de política (PTA)	Presentación del presupuesto fiscal 1991	Abandono de bandas cambiarias	Liberación del tipo de cambio
Variable objetivo	IPC, IPCX	IPC, IPC subyacente	IPC	IPC
Meta de inflación	0 - 3% (desde 1997)	1 - 3%	2 - 4%	4% (+/- 2%)
Horizonte de meta	no definido	Varios años (1996)	2001 en adelante	1 año
Clausulas de escape	Revisión de efectos transitorios	Revisión de la meta de inflación bajo circunstancias excepcionales (shock de precios de materias primas, petroleo, etc)	Ninguna	Ninguna
Accountability	El gobernador debe reportar el desempeño de la inflación dos veces al año, y puede ser destituido antes del fin de sus cinco años en el cargo si la tasa de inflación llega a desviarse de la meta anunciada.	La rendición de cuentas no es tan extendido como en el caso de Nueva Zelanda, así la responsabilidad ultima descansa sobre el gobernador del Banco de Montreal, sin embargo el ministro de finanzas se encuentra en capacidad de modificar la política monetaria aunque esto no ha sucedido.	El presidente del Banco Central debe explicar al congreso porque la meta no fue conseguida, sin embargo no existen sanciones formales.	El presidente del BC debe dirigir una carta abierta al ministro de finanzas explicando las razones del no cumplimiento de la meta de inflación establecida, así como las medidas a tomar para asegurar el retorno a la meta de inflación.
Características	Flexibilidad para contener los shocks; mientras ha sido fácil llevar hacia abajo la inflación, su control dentro de una banda estrecha se vio dificultado, sin embargo el régimen es reconocido por su credibilidad, el cual permitió llevar la inflación a un rango del 0%-3%.	El esquema de metas de inflación asegura la transparencia y expectativas de baja inflación sin requerir accountability.	El desempeño de la política monetaria de Chile es resumido como conforme con sus metas inflación.	La introducción del ancla nominal ha permitido mejorar la transparencia y como quía de expectativas.
Publicaciones	Reporte de inflación y proyecciones dos veces al año	Reporte de inflación y proyecciones, ademas de las minutas de las reuniones del consejo del Banco de Canadá.	Informe de política monetaria que se publican tres veces al año	Reporte de inflación y proyecciones trimestrales

Fuente: Mishkin & Schmidt - hebbel (2001), Perea & Soto (1997)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- **Armas, Grippa, Quispe y Valdivia (2001)**, "De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: el caso peruano" - Estudios Económicos N° 7 BCRP – Junio 2001.
- **Mishkin, Frederic S. (2000)**, "Inflation Targeting in emerging market countries", NBER Working paper 7618.
- **Corbo, Elberg & Tessada (1999)**, "Monetary Policy in Latin America: Underpinnings and procedures", Cuadernos de Economía, Año 36, N° 109, pp. 897-927 (diciembre 1999).
- **Kahn, George & Parrish, Klara (1998)**, "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets" Economic review – Third Quarter 1998 Federal Reserve Bank of Kansas.
- **Cecchetti, Stephen (1998)**, "Policy rules and targets: framing the central Banker's Problem" Mimeo.
- **Hanel & Schwartz (1997)**, "Metas de Inflación como instrumento de Política Monetaria" Banco de México – Mayo 1997.
- **Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001)** "One decade of inflation targeting in the world; what do we know and what do we need to know" mimeo.
- **Rozzini (2001)** "Aspectos de la adopción de un régimen de metas de inflación en el Perú" - Estudios Económicos N° 7 BCRP – Junio 2001.
- **Masson, Savastano & Sharma (1997)** "Can inflation targeting be a framework for monetary Policy in developing countries? Article based in the author's IMF Working Paper the scope for Inflation targeting in developing countries" Washington.
- **Ball (2001)** "Reglas de política y choques externos" Estudios Económicos N°7 BCRP