

Economicwatch

Agosto 2006

¿Se puede reforzar aún más la política monetaria?

Dependiendo del horizonte temporal que se considere, la política monetaria puede tener impactos, permanentes o transitorios, sobre diversas variables económicas. La identificación de estos efectos y de los mecanismos a través de los cuales se transmiten los impulsos monetarios al resto de la economía, en particular sobre la inflación y el producto, es crucial para definir los objetivos, factibles, que una sociedad debe asignar al banco central.

¿Qué puede hacer la política monetaria en el largo plazo?

En el largo plazo, los desarrollos teóricos y la evidencia empírica muestran que la política monetaria sólo tiene efectos permanentes sobre variables nominales. Por ejemplo, la relación positiva que existe entre inflación y crecimiento del dinero, en el largo plazo, se encuentra ampliamente documentada¹. Asimismo, diversos autores señalan los costos que generan los periodos de inflación alta y volátil, lo que reduce el bienestar de la población, afectando con mayor fuerza a los sectores de bajos ingresos. Por ello, se considera que el objetivo primordial que deben perseguir los bancos centrales es mantener un entorno de precios estables, el cual, además, es propicio para el desarrollo de las actividades productivas y el crecimiento sostenido.

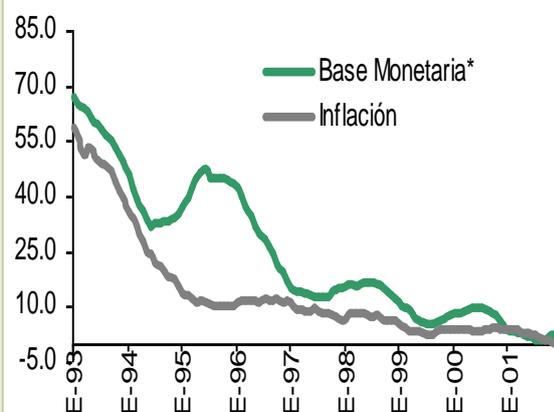
El plan implementado para reducir la inflación durante los años 90 proporciona un ejemplo de la relación directa entre expansión del dinero y la variación de los precios en el largo plazo. Cabe recordar que entre agosto de 1990 e inicios de la presente década, el BCRP implementó un esquema de control de agregados monetarios, principalmente de la base monetaria, como estrategia para reducir gradualmente la tasa de inflación hasta niveles de un dígito². Se esperaba que la disminución del ritmo de crecimiento del dinero ayudara a anclar las expectativas inflacionarias y a alcanzar una tasa de inflación baja y estable en el mediano plazo. Efectivamente, en este periodo se observa que la desaceleración de base monetaria coincide con una convergencia de la inflación hacia niveles entre 3 y 4 por ciento (Ver gráfico).

¿Y en el corto plazo existe un rol estabilizador?

En el corto plazo, debido a algún tipo de rigidez en la economía, de carácter nominal o real, se encuentra que la política monetaria tiene efectos transitorios sobre la actividad económica, por lo que puede ser empleada para reducir las

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com

Base Monetaria e Inflación:
1993-2001



* Media móvil 12 meses de la variación

¹ Un resumen de las relaciones monetarias de largo plazo se encuentra en McCandless y Weber (1995).

² Ver Rodríguez y Velarde (1992), Calvo y Vegh (1999) y Memoria anual del BCRP de 1991.

fluctuaciones del producto. Estas oscilaciones recurrentes, que se manifiestan como periodos de auge seguidos por periodos de recesión, aumentan la incertidumbre que enfrentan los agentes económicos y, por lo tanto, reducen su bienestar, en particular durante los periodos de crisis. Ello da espacio para la implementación de una política monetaria anticíclica, la cual induce una evolución de la demanda agregada compatible con el objetivo de estabilidad de precios.

Desde un punto de vista más riguroso, determinar si existe espacio para las políticas de estabilización es un tema complejo y difícil de zanjar. Por ejemplo, Lucas (1987) encuentra que el beneficio derivado de estabilizar el consumo en torno a su media es pequeño. En general, los desarrollos teóricos consideran que las políticas de estabilización generan beneficios sustanciales si la función de bienestar social o la de oferta agregada es claramente no lineal³.

Más allá de esta discusión, el diseño de políticas monetarias anticíclicas es una práctica extendida. Así, vemos como diversos bancos centrales implementan estrategias de ajustes sistemáticos en sus tasas de interés para, en el corto plazo, contrarrestar los impactos que tienen sobre la economía los choques financieros, reales y externos, y, en un horizonte mayor, mantener el objetivo de estabilidad de precios.

En la experiencia peruana se observa que, una vez alcanzados los niveles de inflación considerados consistentes con la estabilidad de precios hacia inicios de la presente década, el Banco Central comenzó un proceso de cambios que permitieran mejorar la transparencia de la política monetaria y reforzar la credibilidad con el compromiso antiinflacionario⁴. De esta forma, se abrió espacio para poder emplear la política monetaria como un instrumento estabilizador.

Cabe señalar que hasta el año 1999, sólo de manera excepcional, el Banco Central explicaba al público el sentido de las acciones de política que adoptaba en determinado momento. Generalmente se hacía una evaluación y un recuento ex-post de la política monetaria del año en las Memorias anuales. La transparencia de la política monetaria empieza a mejorar en enero del 2000 con la publicación, por primera vez, del Programa Monetario para dicho año. En este documento, y en el que se publicó en el 2001, el Banco Central explicaba la estrategia que seguiría para controlar la inflación y se anunciaba la meta del año para el crecimiento de la base monetaria. Posteriormente, en febrero de 2001, casi un año antes de la adopción del esquema de metas de inflación, el BCRP comenzó a divulgar de manera periódica los acuerdos que se adoptaban en las reuniones mensuales de política monetaria llevadas a cabo por su Directorio, mediante la publicación de las Notas Informativas.

Este proceso de mayor apertura devino en la adopción del esquema de Metas de Inflación (MI) en enero de 2002, bajo el cual se estableció una meta de mediano plazo de 2,5 por ciento⁵. El nuevo régimen enfatizó el compromiso del Banco Central con el objetivo de estabilidad de precios, incrementó la

³ Las políticas de estabilización también pueden inducir beneficios indirectos. Por ejemplo, cuando la economía es más estable, la inversión puede ser más alta, lo que debería elevar el producto en el largo plazo. Ver Meltzer (1988).

⁴ Mishkin y Savastano (2000) han argumentado que la política monetaria del BCR durante los 90's fue poco transparente y muy discrecional, por lo que su éxito antiinflacionario dependió crucialmente de las preferencias y habilidades de las personas que dirigieron la institución en esa década.

⁵ Al interior del Banco Central, el debate acerca de la conveniencia de adoptar un régimen de Metas de Inflación se inicia en la segunda mitad de la década de los 90's. Ver Perea et al. (1996) y Perea y Soto (1997).

transparencia de sus acciones (se empezaron a publicar los Reportes de Inflación y las proyecciones macroeconómicas condicionadas al *stance* de la política monetaria) y proporcionó un ancla nominal clara y fácil de entender para el público (la meta de inflación). Con estos elementos, el BCR estableció un escenario más favorable para rescatar el rol estabilizador de la política monetaria en el corto plazo, con acciones consistentes con el objetivo de estabilidad de precios para no afectar desfavorablemente las expectativas de inflación del público⁶.

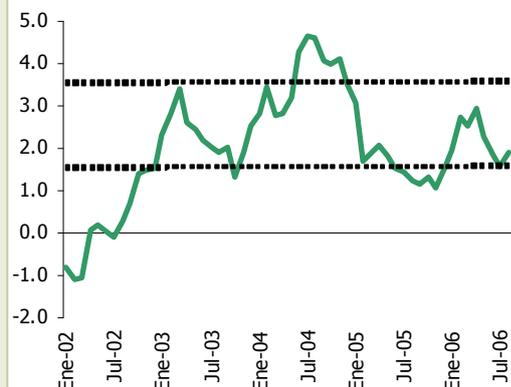
De hecho, desde el inicio de la adopción del esquema de MI (enero de 2002) puede apreciarse un diseño claramente anticíclico de la política monetaria, con acciones orientadas para atenuar la recesión y las presiones deflacionarias que se venían observando desde el año anterior. Ello puede apreciarse en algunos de los comunicados y documentos oficiales que el Banco Central publicó durante el año 2002, en donde enfatizó que se no sentía cómodo con tasas de inflación negativas y que, por lo tanto, estaba dispuesto a relajar la política monetaria para evitar los riesgos de una deflación⁷. Asimismo, en estos comunicados se observa que el BCR vincula de manera más directa la dinámica de la inflación con el estado de la actividad económica, lo que no había sido posible durante el periodo de desinflación de la década anterior.

¿Cuáles son los desafíos que enfrenta el BCR?

Los logros alcanzados por el Banco Central en los últimos años han sido notables, los que se sintetizan en una inflación baja y estable, compatible con el concepto de estabilidad de precios. En gran medida, el éxito antiinflacionario del BCR se explica por la credibilidad y reputación que ha ido construyendo. En este proceso, ha sido fundamental el adecuado marco institucional que le asigna como objetivo único mantener la estabilidad monetaria (Artículo 84 de la Constitución) y le concede autonomía en el ejercicio de sus funciones (Ley Orgánica). Asimismo, el esquema de MI ha fortalecido la credibilidad del Banco Central, al establecer mecanismos que han aumentado la transparencia de la política monetaria y la rendición de cuentas.

A pesar del éxito obtenido en el control de la inflación, se observa que la dolarización ha permanecido en niveles elevados, lo que genera un conjunto de efectos no deseados que complican el manejo monetario. En primer lugar, la dolarización induce una mayor vulnerabilidad de la economía ante movimientos bruscos en el tipo de cambio (debido al “efecto de hoja de balance”)⁸. Ello explica, en parte, la sensibilidad del Banco Central a la evolución de esta variable, lo que, a su vez, reduce la independencia operativa en el manejo de los instrumentos monetarios. Asimismo, el alto grado de dolarización limita el poder de la política monetaria para reducir las fluctuaciones del producto, debido a

Inflación
(Var. % acum. últ. 12 meses)



⁶ Una de las ventajas del esquema de Metas de Inflación es que permite flexibilidad para estabilizar sin que ello imprima un sesgo inflacionario a la política monetaria. En este sentido, Bernake y Mishkin (1997) consideran que este régimen concede “discrecionalidad restringida”, debido a que las autoridades monetarias pueden reaccionar a la aparición de nueva información (elemento discrecional) pero sujetas al cumplimiento de la meta (elemento de regla).

⁷ Ver Programa Monetario 2002, Nota de Prensa sobre el Reporte de Inflación de junio de 2002 y Reporte de Inflación de junio de 2002.

⁸ En una economía dolarizada, en donde típicamente se observa un descalce por monedas en los balances de las familias y empresas, movimientos en el tipo de cambio pueden afectar la situación patrimonial de estos agentes (efectos de “hoja de balance”), induciendo efectos reales sobre la economía. Estos efectos pueden amplificarse por sus consecuencias sobre el sistema financiero. En este entorno, los bancos centrales muestran una menor disposición para permitir un tipo de cambio flexible, por lo que intervienen agresivamente en el mercado cambiario o ajustan la tasa de interés. Ver Calvo y Reinhart (2002) y Hausmann, et. el. (2001).

que, en este contexto, algunos de los canales de transmisión monetaria se ven interrumpidos⁹.

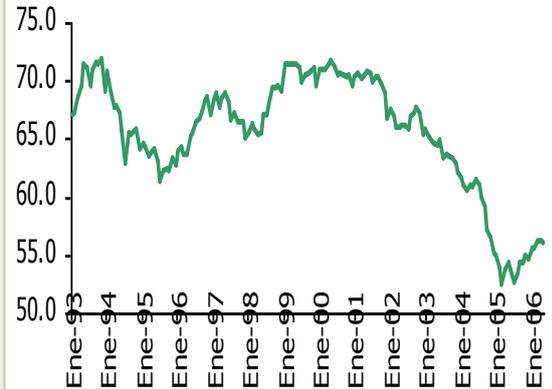
Así, el gran reto que enfrenta el BCR es la dolarización, fenómeno que ha demostrado ser altamente persistente, lo que sugiere que si bien mantener una inflación baja y estable es un requisito necesario para su reducción, no es una condición suficiente. Al parecer, este hecho ha sido reconocido por el BCR, por lo que ha venido implementando medidas para enfrentar directamente la dolarización. Por ejemplo, la obligatoriedad de establecer los precios en soles (sin que ello implique que no se pueda seguir haciéndolo en dólares) y la reducción de la remuneración al encaje en moneda extranjera.

De otro lado, el desarrollo de instrumentos financieros en soles y de cobertura cambiaria deberían contribuir a reducir la dolarización financiera. Adicionalmente, las acciones de política que eleven los costos relativos de operar en dólares y que induzcan al público a internalizar los efectos negativos que la dolarización puede ocasionar a la sociedad, ayudarían a este propósito. En esta línea se encuentra la disposición de la SBS de elevar las provisiones para los préstamos con exposición al riesgo cambiario. Aquí también se podría considerar una reducción gradual de la cobertura del Fondo de Seguro de Depósitos para los depósitos en dólares. Por el lado del BCR, permitir una mayor flotación del tipo de cambio reduciría el “seguro cambiario” que proveen las intervenciones excesivas en el mercado interbancario de moneda extranjera.

Finalmente, se debe reconocer que la dolarización es un fenómeno que refleja desconfianza (de manera explícita o subyacente) respecto de las políticas económicas. En este sentido, medidas que contribuyan a reforzar la institucionalidad e independencia del BCR, incrementarían aún más su credibilidad y reputación antiinflacionaria. Algunas de las medidas que podrían debatirse al respecto serían:

- Designación de los Directores por periodos superiores al de la administración política. Ello reduciría la incertidumbre acerca de continuidad a la política monetaria, la que requiere de periodos largos para operar.
- Renovación parcial del Directorio. Ello también daría continuidad a la política monetaria, asegurando cambios graduales.
- Evitar la designación de miembros del Directorio que sean parte del Ejecutivo. Ello reforzaría la autonomía. Sin embargo, dada la importancia de la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, sería deseable la participación de un representante de alto nivel del ejecutivo, aunque sería sin derecho a voto.
- Incluir una definición explícita del nivel de inflación compatible con la estabilidad monetaria. Cabe mencionar que el marco legal en el que opera el BCR no señala este nivel ni quién debe hacerlo. En la práctica, el BCR lo ha venido fijando al establecer la meta de inflación. La ventaja sería que se limitaría la discrecionalidad de las autoridades monetarias del momento. La desventaja residiría en que iría en contra del carácter general que típicamente tienen los marcos legales.

Dolarización del Sistema Bancario* (como % del total)



* Corresponde a la liquidez del Sistema Bancario

Fuente: BCRP

⁹ Por ejemplo, el canal de tasas de interés se debilita porque la mayor parte de las decisiones intertemporales de consumo e inversión se realizan en una moneda que no controla el banco central. Es decir, la demanda agregada es menos sensible a los movimientos en las tasas de interés denominadas en moneda local.

Bibliografía

- Bernanke, B. y F. Mishkin (1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?". NBER Working Paper 5893.
- Calvo, G. y C. Vegh (1999): "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries". NBER Working Papers 6925.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2002): "Fear of Floating", Quarterly Journal of Economics, Vol. 117-2.
- Hausmann, R.; Panizza, U. y E. Stein (2001): "Why Do Countries Float the Way They Float?", Journal of Development Economics, Vol. 66.
- Lucas, R. (1987): "Models of Business Cycles". Oxford: Basil Blackwell.
- McCandless, G. T. Jr. & W. E. Weber (1995): "Some Monetary Facts". Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19, N° 3.
- Meltzer, A. (1998): "Keynes's Monetary Theory: A Different Interpretation". Cambridge University Press.
- Mishkin, F. y M. Savastano (2000): "Monetary Policy Strategies for Latin America". NBER Working Papers 7617.
- Perea, H.; Quispe, Z. y C. Soto (1996): "Consideraciones para la Aplicación de un Objetivo de Inflación Explicito en el Perú". Trabajo presentado en el XIII Encuentro de Economistas del Banco Central de Reserva del Perú, noviembre 1996.
- Perea, H. y C. Soto (1997): "Consideraciones sobre el Esquema de Objetivo de Inflación Explicito (Inflation Targeting)". Revista de Estudios Económicos N° 1, Banco Central de Reserva del Perú.
- Velarde, J. y M. Rodríguez (1992): "Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico". CIUP-Consorcio de Investigación Económica.