ASPECTOS DE LA ADOPCIÓN DE UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN EN EL PERÚ

RENZO ROSSINI MIÑÁN*

* El autor es Gerente de Estudios Económicos del BCRP. Las opiniones expresadas pertenecen exclusivamente al autor, quien agradece a Diego Winkelried por su destacada ayuda en la investigación, así como a Susana Ishisaka, Adrián Armas y Carlos Pereyra por sus valiosos comentarios. La versión original de este trabajo fue presentada en el Seminario de Metas de Inflación en Perú (Lima, marzo de 2001). La participación de Renzo Rossini en el Seminario del Banco Central de Bolivia estuvo basada en este documento.

I. INTRODUCCIÓN Y RESUMEN

Desde 1994, el objetivo de la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha sido anunciado como un rango para la tasa de crecimiento del Índice de Precios al Consumidor. Con el fin de lograr su objetivo, el BCRP ha implementado su política monetaria usando el crecimiento promedio de la base monetaria como meta intermedia, sin que exista compromiso alguno respecto al tipo de cambio. La meta operativa, por su parte, está constituída por un límite a los depósitos de los bancos comerciales en el BCRP, el cual se cumple mediante operaciones de mercado abierto. Estas operaciones son conducidas usando Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP). Asimismo, se permite que las tasas interbancarias de corto plazo sean determinadas por el mercado. Las metas intermedia y operativa son anunciadas anual y mensualmente, respectivamente.

El empleo de la meta intermedia de crecimiento de la base monetaria ha sido útil en el proceso de eliminación de la hiperinflación. Sin embargo, su capacidad para comunicar la posición de la política monetaria ha ido decreciendo, a punto de llegar a tener poca relevancia en el proceso de formación de expectativas inflacionarias del sector privado. Por esta razón, el Banco Central ha venido evaluando la posibilidad de adoptar un esquema más transparente de política que permita al público compreder sus decisiones y asociar éstas con el objetivo de estabilidad monetaria. Concretamente, se viene evaluando el esquema de metas explícitas de inflación (*inflation targeting*), por el cual las decisiones del Directorio con respecto a la meta operativa se vinculan directamente a la posibilidad de cumplir con una meta de inflación.

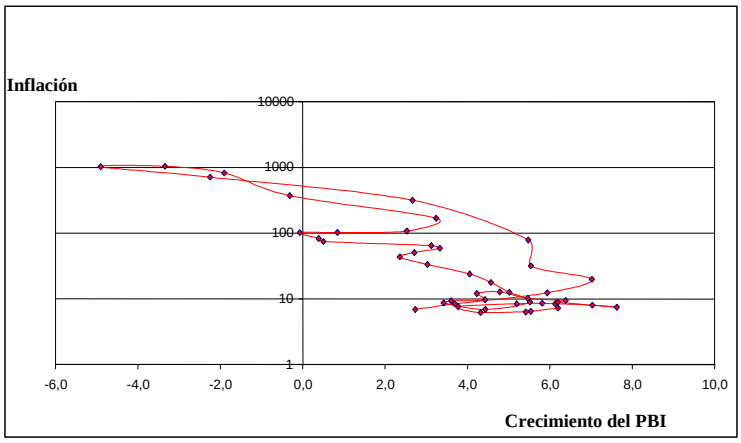
El objetivo de este trabajo es evaluar si el Perú cumple con las condiciones para implementar un régimen de metas de inflación, así como identificar qué se necesita para aplicar la política monetaria bajo este esquema. El trabajo analizará las características de este régimen monetario de acuerdo con el orden en que han sido implementadas en otros países, es decir, el marco legal, el diseño de política y, finalmente, los temas de transparencia y rendición de cuentas.

II. MARCO LEGAL

La Ley Orgánica del BCRP y la Constitución Política del Perú establecen que la política monetaria tiene el objetivo de preservar la estabilidad monetaria. La experiencia de inflación alta —caracterizada por tasas superiores al 20 por ciento anual desde 1975— y el traumático período entre julio de 1988 y agosto de 1990 —cuando la hiperinflación alcanzó tasas de 43 por ciento mensual— crearon un consenso en contra de la inflación y a favor de otorgar un mandato claro al BCRP.

La posibilidad de ejercer una política monetaria discrecional para lograr un mayor crecimiento económico, a expensas de una mayor inflación, no rinde los resultados esperados en una economía que ha experimentado inflación alta. El Gráfico 1 muestra la inflación y el crecimiento del PBI desde 1955, y brinda una idea clara de la inefectividad de las políticas monetarias expansivas para promover el crecimiento sostenido. El objetivo único de reducir la inflación resulta más beneficioso en el largo plazo, porque crea de un entorno estable para la inversión y favorece la formación de mercados eficientes.

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PBI EN INFLACIÓN, 1995-2000
(Promedio móvil de 5 años)



El BCRP es autonómo y es regido por un Directorio compuesto por siete miembros que no representan ningún interés particular y que no pueden ser destituidos a menos que aprueben las siguientes politicas: proveer financiamiento directo o indirecto al sector público[1], otorgar credito a sectores o regiones especificos, e introducir regímenes de tipo de cambio multiple. El período del Directorio coincide con el del gobierno, lo cual implica una menor autonomía en comparación con un esquema de renovación parcial. Un cambio de este tipo requiere una enmienda constitucional. Asimismo, el BCRP es independiente para fijar su objetivo y manejar sus instrumentos.

III. ANUNCIO DE METAS DE INFLACIÓN Y SU CUMPLIMIENTO

Despues de haberse registrado una significativa diferencia entre las tasas de inflación y los niveles objetivo anunciados en las Cartas de Intención firmadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde 1991, en 1994 se decidió anunciar rangos objetivo de inflación (Cuadro 1). La racionalidad del anuncio de rangos era tomar en cuenta determinados choques de oferta, y adoptar una senda más gradual que contribuyera a consolidar la credibilidad de la política monetaria. En agosto de 1991, se anunció que en 1992 se obtendría un nivel de inflación internacional, resultado que no fue logrado sino ocho años después. En 1993, el objetivo fue reducir la inflación a 27 por ciento, y el resultado fue 39,5 por ciento.

Los proyectos de Cartas de Intención han sido publicadas desde 1992, con el fin de recoger comentarios del público y desarrollar un consenso en favor de los objetivos planteados y las políticas aplicadas. Estos documentos son firmados por el Ministro de Economía y Finanzas y el Presidente del BCRP, lo cual significa que las políticas fiscal y monetaria están orientadas al mismo objetivo inflacionario. Adicionalmente, desde el año 2000 el BCRP publica su Programa Monetario Anual, un reporte que contiene el objetivo de inflación, las principales metas monetarias y las proyecciones macroeconómicas del BCRP. Esta publicación tiene lugar a

[1] El BCRP solo puede adquirir instrumentos emitidos por el Estado en el Mercado secundario hasta un límite anual equivalente al 5 por ciento de la emisión primaria del año anterior.

comienzos del año y es realizada por el BCRP, el cual asume la responsabilidad de lograr un nivel bajo de inflación. Adicionalmente, en setiembre, el Presidente del BCRP anuncia el objetivo de inflación para el año siguiente como parte de su testimonio ante la Comisión de Presupuesto del Congreso sobre las proyecciones macroeconómicas del año entrante.

CUADRO 1
METAS DE INFLACIÓN
(Variación porcentual a fin de período, IPC de Lima)

	Rango anunciado	IPC	Inflación Subyacente *	Documento y fecha de publicaci6n
1994	15,0 - 20,0	15,4	18,8	Carta de Intención 1994, (mayo)
1995	9,0 – 11,0	10,2	11,1	Carta de Intención 1995 (Julio)
1996	9,5 – 11,5	11,8	10,6	Carta de Intención 1996 (mayo)
1997	8,0 – 10,0	6,5	7,4	Carta de Intención 1997 (mayo)
1998	7,5 – 9,0	6,0	7,8	Carta de Intención 1998 (abril)
1999	5,0 – 6,0	3,7	4,6	Carta de Intención 1999 (mayo)
2000	3,5 – 4,0	3,7	3,2	Programa Monetario 2000 (enero)
2001	2,5 – 3,5	-	-	Programa Monetario 2001 (enero)

* Excluye rubros con mayor variabilidad de precios.

El Cuadro 1 muestra que, en la mayoría de años, la inflación subyacente se ubicó dentro del rango anunciado. La inflación subyacente se calcula excluyendo 40 items (30 por ciento de la canasta de consumo) de alta volatilidad en el período muestral (1995-2000). Con una inflación baja, debe ponerse mayor énfasis en la explicación de la evolución de la inflación subyacente para distinguir los choques transitorios que no son relevantes para las decisiones de política.

El programa de estabilización iniciado el 8 de agosto de 1990, eliminó la hiperinflación sin usar el tipo de cambio como ancla nominal. Como se explica en Velarde, J. y M. Rodriguez (1992), hubieron dos argumentos en favor de esta estrategia. En primer lugar, había una desconfianza general en la política cambiaria, especialmente después del continuo fracaso de los intentos de estabilización cambiaria entre 1985 y 1990. En segundo lugar, existían importantes distorsiones de precios originados por controles

1990[2]. Las principales medidas de política adoptadas en 1990 fueron la supresión del financiamiento del BCRP al Gobierno, la unificación del tipo de cambio y la adopción de un esquema de "flotación sucia". En enero de 1991 el BCRP inició el uso de metas mensuales para la emisión primaria. En los años siguientes, la meta de política monetaria cobró mayor importancia, en un contexto de tipo de cambio flexible y tasas de interés libres. La Tabla 2 muestra que la principal fuente de variación de la emisión primaria, 95 por ciento, ha sido la compra de moneda extranjera en el mercado doméstico, originada en la monetización de depósitos en dólares.

CUADRO 2
FUENTES DE EXPANSIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA, 1991-2000
(Millones de soles)

Emisión primaria	5.218
Operaciones cambiarias	4.957
(millones de $us)	*1.460*
Opraciones monetarias	261

La importancia de las operaciones en moneda extranjera del BCRP ha disminuido en los ultimos años. La decisión de apoyar un tipo de cambio flexible, se refleja en el hecho de que la última intervención en el mercado de moneda extranjera fue el 3 de marzo de 2000, con una compra equivalente a $us 3 millones. El Cuadro 3 muestra la evolución de los indicadores de volatilidad desde 1991.

CUADRO 3
FLOTACIÓN CAMBIARIA (S/. por $US)

	Mínima	Máxima	Promedio	Depreciación	Desviación Estándar
1994	2,05	2,27	2,20	10,6%	0,03
1995	2,18	2,35	2,26	2,7%	0,04
1996	2,33	2,60	2,45	8,4%	0,09
1997	2,61	2,74	2,66	8,6%	0,03
1998	2,73	3,16	2,93	10,2%	0,13
1999	3,16	3,51	3,38	15,4%	0,07
2000	3,40	3,55	3,49	3,3%	0,03

[2] El ajuste de precios controlados de agosto de 1990 incluyó: gasolina (1056 %), electricidad (717%), agua (252%) y telefonía (367%). El tipo de cambio oficial, cuyo nivel era equivalente a 40% del tipo de cambio del mercado negro, se depreció en 634% cuando el mercado cambiario fue unificado.

Algunos autores sugieren que el BCRP tuvo una meta implícita de tipo de cambio durante este período, dada su preocupación por el *pass-through* de la depreciación a la inflación y por el efecto de la depreciación sobre el nivel de dolarización del sistema financiero.[3] Diferentes estudios acerca del *pass-through* en el Perú muestran un impacto de 0,12 de la depreciación sobre la tasa de inflación, resultado modesto que no debe ser tomado en consideración por la politica monetaria.[4] Por otro lado, no se verifica un "temor a la flotación" causado por consideraciones relacionadas con el sector flnanciero, considerando las depreciaciones de 10%, en 1998, y 15%, en 1999.

Otra línea argumental (Calvo y Reinhart, 2000) sugiere que el "temor a la flotación" puede ser evaluado utilizando información internacional. Estos autores muestran que para Perú, la probabilidad de una depreciación de la moneda doméstica en el rango de ± 1 y ± 2,5 por ciento, está debajo del promedio de la muestra de países con regímenes de flotación (Cuadro 4).

La determinación de las metas para los agregados monetarios involucra proyecciones para el crecimiento nominal del PBI, la velocidad de circulación y el multiplicador monetario. Hay metas anuales, trimestrales y mensuales para la emisión primaria. Desde el año 2000, hay un anuncio explícito de la meta anual para la tasa de crecimiento de la emisión primaria. Esta meta intermedia está sujeta a revisión, a raíz de cambios en los determinantes de la demanda por dinero y la evolución de la inflación futura, en cuyo caso, el BCRP utiliza la discrecionalidad a expensas de la reducción del valor de la meta intermedia como señal.

[3] Morón, E. y J. Castro (2000).
[4] Armas et al. (2001),

CUADRO 4
PAÍSES CON RÉGIMEN DE FLOTACIÓN

	Período	Probabilidad de depreciación en un rango de:	
		± 1 por ciento	± 2,5 por ciento
US ($ por marco)	02/73 - 04/99	26,8	58,7
Japón	02/73 - 04/99	33,8	61,2
Australia	01/84 - 04/99	28,0	70,3
Bolivia	09/85 - 12/97	72,8	93,9
Canadá	06/70 - 04/99	68,2	93,6
India	03/93 - 04/99	82,2	93,4
Kenya	10/93 - 12/97	50,0	72,2
México	12/94 - 04/99	34,6	63,5
Nueva Zelanda	03/85 - 04/99	39,1	72,2
Nigeria	10/86 - 04/93	36,4	74,5
Noruega	12/92 - 12/94	79,2	95,8
Perú	08/90 - 04/99	45,2	71,4
Filipinas	01/88 - 04/99	60,7	74,9
Sudáfrica	01/83 - 04/99	32,8	66,2
España	01/84 - 04/89	57,8	93,8
Suecia	11/92 - 04/99	35,1	75,5
Uganda	01/92 - 04/99	52,9	77,9
Promedio (sin US ni Japón)		**51,7**	**79,3**
Desviación estándar		**17,8**	**11,4**

Fuente: Calvo y Reinhardt.

El Cuadro 5 muestra el calculo, ex post, de los determinantes de la meta para la emisión primaria en el período 1994-2001. Se ha registrado una senda de reducción continua de la tasa de crecimiento de la emisión primaria, en concordancia con la política de anunciar una reducción gradual de la inflación.

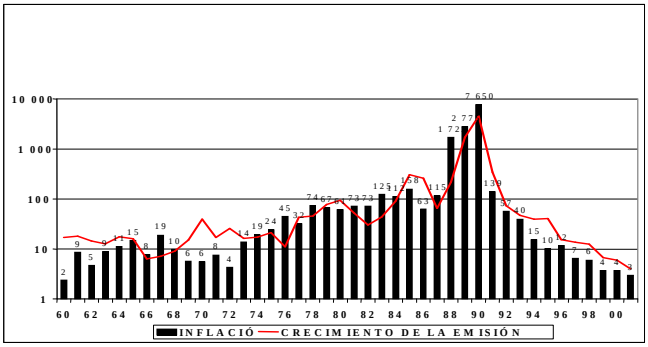
CUADRO 5
DETERMINANTES DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN PRIMARIA

	PBI nominal	Velocidad	Oferta monetaria	Multiplicador	Emisión primaria
	PxQ	V	M3	M	H
1994	42,3	-18,2	74,1	25,0	39,3
1995	22,5	-16,7	47,0	4,5	40,7
1996	13,3	-9,1	24,7	8,2	15,3
1997	14,9	-3,6	19,1	4,8	13,7
1998	6,3	-7,8	15,3	2,5	12,5
1999	5,3	3,5	1,7	-4,7	6,7
2000	7,0	1,0	6,0	0,0	6,0
2001*	4,6	-0,4	5,0	1,5	3,5

* Proyección

El Gráfico 2 muestra la estrecha relación entre la inflación y la tasa de crecimiento de la emisión primaria en el período 1960-2001. La dirección de la causalidad, identificada utilizando la prueba de causalidad de Granger, va del agregado monetario a la inflación, lo cual confirma que los movimientos exógenos de la emisión primaria preceden a la evolución de la inflación (Cuadro 6). Como en estudios previos, la tabla muestra tambien que las definiciones menos restringidas de los agregados monetarios están menos asociadas a la inflación. [5]

GRÁFICO 2
INFLACIÓN Y TASA DE CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN PRIMARIA
(1990-2001)



[5] Quispe (2000) y León (1999).

CUADRO 6
CAUSALIDAD DE GRANGER: CRECIMIENTO DE AGREGADOS MONETARIOS-INFLACIÓN[1]
(1992-2000)

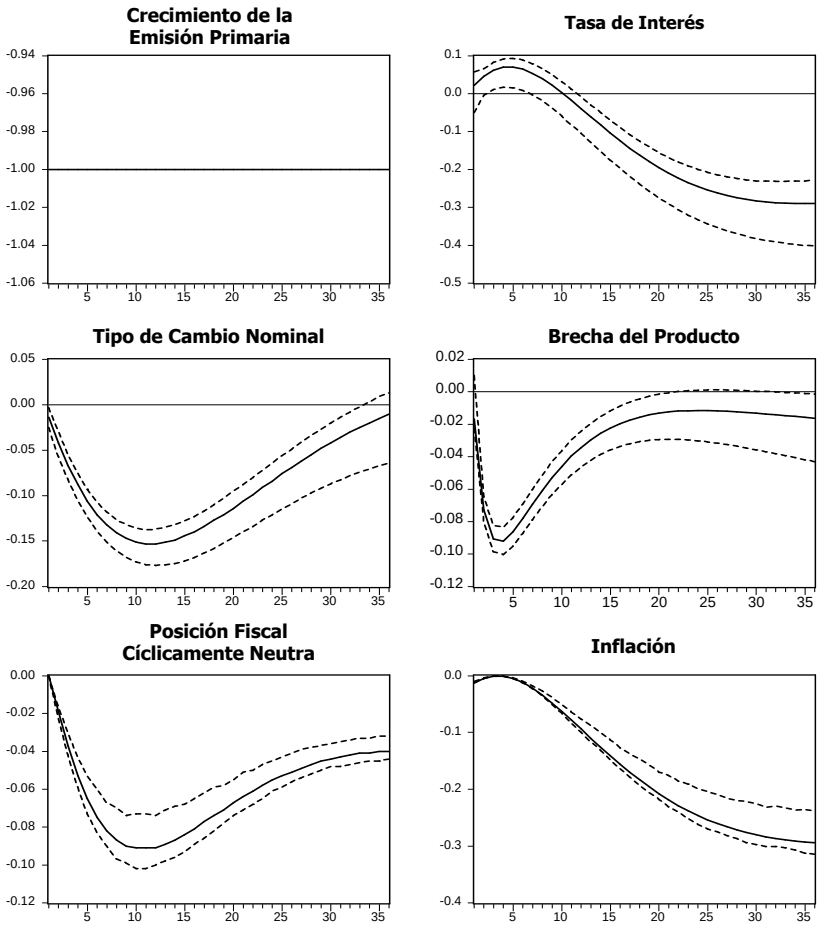
	Rezagos (meses)				
	3	**6**	**9**	**12**	**15**
Emisión primaria, M0	1.36 *	3.24	2.25	2.94	3.47
Circulante	2.84	2.33	2.97	2.36	2.36
Dinero, M1	0.65 *	2.23	2.76	4.82	2.51
Cuasidinero	1.58 *	1.80 *	2.13	3.88	2.92
Dinero+Cuasidinero, M2	0.83 *	0.94 *	1.55 *	3.97	2.50
Liquidez en moneda doméstica	2.50	1.49 *	1.04 *	0.91 *	1.34
Liquidez total, M3	0.26 *	2.64	1.15 *	1.58 *	1.42

[1] Valores F para la hipótesis nula

* Hipótesis no rechazada: No hay casualidad

Con el fin de evaluar el rezago entre la política monetaria y la inflación, un modelo de vectores autorregresivos fue aplicado a datos mensuales para el período 1993-2000, considerando las siguientes variables: tasa de crecimiento de la emisión primaria en los últimos doce meses, tasa de interés interbancaria, la brecha de producto, el resultado primario del sector público (ajustado cíclicamente) y la tasa de inflación. El Gráfico 3 muestra el efecto de una reducción permanente de un punto en la emisión primaria, donde el 80 por ciento del ajuste ocurre en ocho trimestres y el 50 por ciento, en cinco trimestres. Este rezago implica que se requiere un marco multianual para la toma de decisiones en política monetaria.

GRÁFICO 3
REACCIONES A UNA REDUCCIÓN PERMANENTE DE 1 POR CIENTO EN LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN PRIMARIA



IV. META OPERATIVA

Como se mencionó anteriormente, algunos operadores de mercado y académicos han tendido a percibir las acciones de política del BCRP en términos de una meta implícita de tipo de cambio. Para aclarar su posición, el BCRP ha enfatizado en una meta que pueda ser entendida por el mercado. Este es el caso del saldo de la cuenta corriente de los bancos comerciales en el BCRP. Diariamente, el BCRP orienta sus operaciones monetarias a regular la liquidez mantenida en él por los bancos, y no a defender un nivel de tipo de cambio o una banda cambiaria, ni un determinado nivel de tasa de interés.

Desde febrero de 2001, el BCRP anuncia un rango para esta meta con el fin de enviar una señal clara al mercado y evitar confusión acerca del objetivo real de la politica monetaria. Este anuncio se realiza el primer viernes de cada mes, después de la sesión de Directorio en la que se evalúa el Programa Monetario. Por ejemplo, en junio de 2001, se fijó un rango objetivo, entre S/. 125 y S/. 135 millones, para el promedio diario de la liquidez mantenida por los bancos comerciales en el BCRP. Las operaciones diarias comienzan con el anuncio del saldo de liquidez mantenida en el BCRP y el tipo de operaciones del día, que pueden ser subastas o compras temporales (repos) de CDBCRP. Si un banco comercial requiere liquidez adicional del BCRP, puede realizar ventas temporales de moneda extranjera (*swaps*) u obtener un credito *overnight* a una tasa de interés igual a la mayor entre la tasa fijada por el BCRP y el promedio del decil superior de las tasas interbancarias. En este contexto, la tasa interbancaria está influenciada por la tasa de referencia fijada por el BCRP. Finalmente, existen depósitos *overnight* destinados a evitar la volatilidad de la tasa interbancaria de interés.

El saldo de la cuenta corriente de los bancos es una parte importante del sistema de pagos, tanto en la transferencia de fondos -como consecuencia del proceso de compensación- como en las operaciones interbancarias de crédito. Si el saldo en cuenta corriente es bajo, los bancos disponen de menos liquidez para realizar sus operaciones. Asimismo, estas cuentas experimentan variaciones como resultado de los ingresos tributarios y los gastos fiscales, los cuales son manejados por el

Banco de la Nación. Como se señala en Quispe (2000) y Armas et al. (2001), la importancia de la moneda doméstica en una economía parcialmente dolarizada queda confirmada por el hecho de que el sol es preferido como medio de intercambio en el sistema de pagos.[6]

El Cuadro 7 muestra la evolución del saldo promedio de la liquidez de los bancos comerciales mantenida en el BCRP. Puede apreciarse que el compromiso de controlar esta variable se refleja en su volatilidad decreciente (que aumentó a partir de marzo, por la incertidumbre asociada con el proceso electoral, pero que se espera descienda en los próximos meses). A su vez, eso permitió la reducción de la volatilidad de la tasa interbancaria de interés. Estos desarrollos han contribuido a aclarar el papel y el mecanismo de transmisión de la politica monetaria, y a mejorar la comunicación de las decisiones de política monetaria al mercado.

La reducción de la volatilidad de la tasa de interés y la mayor transparencia de la política monetaria, en un contexto de flotación cambiaria sin intervención, permitirán que los agentes económicos desliguen al tipo de cambio como una meta implícita de la conducción del Banco Central. Esta evolución es importante para favorecer el desarrollo del mercado de capitales en moneda nacional y reducir la dolarización de pasivos del sector privado no financiero.

[6] La diferencia entre la sustitución monetaria y la dolarización de activos es que, en el primer caso, la moneda doméstica deja de ser usada como medio de intercambio y, en el segundo, sirve principalmente como activo. En el Perú, aproximadamente el 75% de los depósitos del sistema bancario están denominados en dólares, pero sólo el 40% de las transacciones del sistema de pagos (excluyendo transacciones realizadas con billetes y monedas) se realiza en dicha moneda.

CUADRO 7

META OPERATIVA Y TASAS DE INTERÉS *OVERNIGHT*

	1997	1998	1999	2000	2001*
1. Liquidez de los bancos en el BCRP					
(Millones de soles)					
Balance promedio diario	**134**	**152**	**153**	**120**	**131**
Desviación estándar	*97*	*95*	*76*	*48*	*49*
2. Tasa de interés *overnight* en soles					
(Porcentajes)					
Promedio diario	**12,9**	**19,0**	**14,9**	**12,8**	**10,9**
Desviación estándar	*4,8*	*6,7*	*4,9*	*2,5*	*0,4*

* Enero y febrero

El procedimiento operativo bajo un régimen de metas de inflación puede ser expresado como una regla en la cual la meta operativa es ajustada en el período t, considerando la desviación de la proyección de inflación respecto de la meta de inflación en un período futuro t+j, donde j es el rezago de política y a es el parámetro de retroalimentación.

$$\Delta instrumento_t = a\ (\ \Pi^{f}_{t+j} - \Pi^{T}_{t+j}\ )$$

El instrumento del marco de política monetaria es el saldo de la liquidez mantenida por los bancos comerciales en el BCRP. La proyección de la inflación futura se realiza considerando diferentes modelos y una encuesta de expectativas conducida por el BCRP. Estimaciones del BCRP muestran un rezago de política de cinco y ocho trimestres para el 50 y el 80 por ciento del ajuste, respectivamente. El modelo estructural mostrado en Armas et al. (2001) considera como regla monetaria, la tasa de crecimiento de la base monetaria. Los determinantes del modelo ilustran el conjunto de variables consideradas para evaluar la evolución de la inflación futura.

Considerando que los rezagos de política son mayores a un año, es recomendable adoptar un marco multianual, comenzando con la revisión de mayo, la cual coincidiría con la publicación del Marco Macroeconómico de tres años por parte de la autoridad fiscal. Con el fin de adoptar un

régimen de metas de inflación, el informe del Programa Monetario debería incluir proyecciones de inflación y las expectativas de inflación recogidas en encuestas a analistas financieros. Sin embargo, por la relevancia de los agregados monetarios, la tasa de crecimiento de la emisión primaria debería seguir tratándose como la meta intermedia.

Adicionalmente, el BCRP ha venido anunciando cada mes su meta operativa, es decir, el límite a la liquidez mantenida por los bancos comerciales en el BCRP, así como las tasas de interés de sus operaciones, con lo cual se tiene influencia sobre la tasa de interés interbancaria. Para ilustrar la posibilidad de usar alguna regla de retroalimentación para la meta operativa, se estimó una regla de Taylor con datos mensuales para el período entre enero de 1994 y diciembre de 2000, y se obtuvo la siguiente ecuación:

$$i_t = i_{t-1} - \underset{(2,27)}{1,12}\, p_t + \underset{(2,01)}{0,74}\, p_{t-6} + \underset{(1,98)}{0,90}\, p_{t-8} + \underset{(2,88)}{0,48}\, y_t + \underset{(1,94)}{0,24}\, e_{t-1}$$

$$R^2 = 0,59 \qquad DW = 2,04 \qquad Fstat = 8,97$$

Nota. Los valores absolutos de los estadísticos t están entre paréntesis.

Donde **i** representa la tasa de interes sobre el balance de CDBCRP, **p** es la desviación de la inflación respecto del punto medio del rango anunciado, **y** es la brecha de producto medida como la diferencia entre la demanda doméstica real y el PBI real y **e** es la tasa anual de depreciación. Como se esperaba, el efecto de la inflación sobre la política monetaria es mayor que el efecto de la brecha de producto y la depreciación nominal (la suma de los coeficientes para la brecha de inflación y sus rezagos es 0,52).

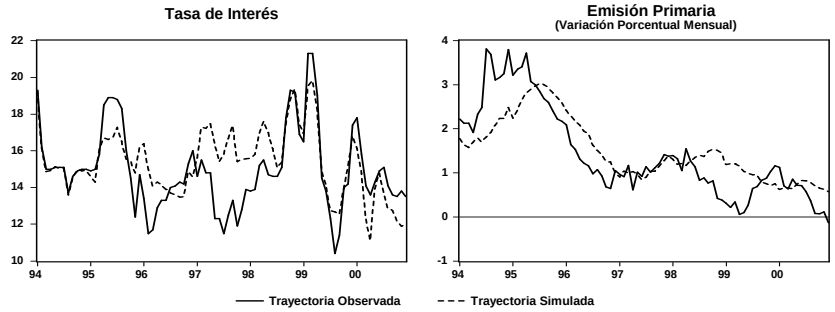
Alternativamente, usando la metodología sugerida por Dorich y Triveño (2000), la siguiente regla de McCallum fue estimada para el mismo período:

$$\Delta m_t = \Delta \hat{p}_t - \tfrac{1}{12}(p_{t-1} - m_{t-1} - p_{t-13} + m_{t-13}) + 1,70(\Delta \hat{p}_{t-1} - \Delta p_{t-1})$$

Donde m y p son los logaritmos de la emisión primaria y el IPC, respectivamente. El primer término de la regla es la meta de inflación; el segundo término es un estimado del ratio del promedio móvil de doce meses del IPC entre la emisión primaria; y el tercer componente es 1,7 veces la diferencia entre las tasas de inflación ejecutadas y objetivo. Debe destacarse que 1,7 es un valor óptimo obtenido de Dorich y Triveño (2000).

El Grafico 4 presenta simulaciones bajo ambas reglas para el período 1994-2000.[7] Aunque la posición de la política monetaria coincide en períodos, como el final de 1999, en general, lo hallado por ambas reglas puede llevar a conclusiones contradictorias. Por ejemplo, en el período que comienza en 1997 y termina a mediados de 1998, la tasa de interés simulada a partir de la regla de Taylor es mayor a la observada, lo que implica una posición expansiva, mientras que el comportamiento del crecimiento de la emisión primaria implica una posición neutral-contractiva. Estas diferencias se explican porque la política del BCRP se basa en el control de agregados monetarios, mientras que las tasas de interés no sólo responden a ella, sino que tambien han sido afectadas por otros factores, tales como las crisis asiática y rusa, el riesgo país y la política fiscal.

GRÁFICO 4
REGLAS DE TAYLOR Y MCCALLUM PARA EL PERÚ
(enero 1994-diciembre 2000)



[7] Puede encontrarse un ejercicio similar en McCallum (2000).

V. INSTRUMENTOS

Los instrumentos usados por el BCRP se clasifican en instrumentos de mercado, instrumentos de ventanilla y requerimientos de encaje. El manejo de estos instrumentos se orientan a lograr una meta operativa de liquidez bancaria como vía para influenciar la tasa de interés del mercado interbancario.

a. Instrumentos de mercado

Subasta de Certiticados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP): El BCRP subasta entre las entidades financieras una cantidad de CDBCRP suficiente para eliminar el exceso de moneda doméstica en el mercado. En estas subastas se seleccionan las ofertas con las menores tasas de interés hasta llegar a la cantidad necesaria para lograr la esterilización. El BCRP usa sus propios certificados como instrumentos, por la falta de deuda pública doméstica.

Recompra temporal de CDBCRP (*repos*): Este instrumento de regulación monetaria tiene el objetivo de inyectar liquidez en el sistema financiero. Usualmente estas operaciones tienen lugar en períodos de baja liquidez bancaria; por ejemplo, en períodos de pago de impuestos. El BCRP anuncia la cantidad de certificados que desea comprar en el mercado y elige las ofertas con las tasas de interes más altas hasta alcanzar el monto anunciado.

Compra y venta de moneda extranjera por medio de la Mesa de Negociación: Mediante la compra o venta de moneda extranjera, el BCRP aumenta o reduce la emisión, en un contexto de dolarización de depósitos. La intervención en el mercado de moneda extranjera tambien refleja las compras y ventas de moneda extranjera realizadas por el Tesoro a través del BCRP. El BCRP siempre ha establecido que interviene en el mercado de moneda extranjera sólo en casos de movimientos significativos y temporales del tipo de cambio.

b. Instrumentos de ventanilla

Créditos de regulación monetaria: Estos créditos tienen el objetivo de cubrir problemas transitorios de liquidez en las entidades financieras. La tasa de interés es la mayor entre la tasa de referencia establecida por el BCRP y el promedio del mercado interbancario.

Compra temporal de moneda extranjera (swaps): Este instrumento ha estado disponible para las entidades financieras desde junio de 1997. El BCRP adquiere moneda extranjera de las entidades financieras, con el compromiso de reventa al día siguiente. Esta operación constituye una ventanilla de última instancia alternativa a los créditos de regulación monetaria. El costo financiero de este instrumento es el mayor entre la depreciación del período de la operación y una comisión establecida por el BCRP.

Depósitos *overnight:* Con el fin de evitar la volatilidad originada por el exceso de liquidez en el mercado interbancario, los bancos comerciales pueden colocar depósitos en el BCRP a una tasa de interés sujeta a revisión cada mes.

c. Requerimientos de encaje

Los requerimientos de encaje permiten aminorar el ritmo de expansión de la liquidez y el crédito y estabilizar la demanda por liquidez por parte de las entidades financieras. Los bancos mantienen 6 por ciento de sus depósitos como encaje de los cuales 1 punto debe estar en la forma de depósitos a la vista en el Banco Central, requerimientos ambos que se calculan como promedio en el mensual.

Cabe mencionar que el régimen de encaje es diferente para el caso de las obligaciones en moneda extranjera, en la que el encaje por nuevas obligaciones es de 20 por ciento, reflejando la intención de asegurar un nivel de liquidez más amplio en esta moneda.

VI. CONCLUSIONES

El Perú cumple con las condiciones para adoptar un régimen de metas de inflación, esto es, un banco central independiente, compromiso en favor de la estabilidad de precios, ausencia de dependencia fiscal, sistema financiero sólido y tasa de inflación baja. Adicionalmente, el actual régimen monetario contiene varios elementos de un esquema de metas de inflación, como el anuncio de metas de inflación, una comunicación transparente de decisiones de política y un enfoque *forward-looking* de la política monetaria. Sin embargo, algunos aspectos deben ser tomados en consideración para obtener el mayor beneficio de este esquema, como son la construcción de un esquema de predicción macroeconómica más elaborado, el uso de un marco multianual y la publicación de proyecciones de inflación y de encuestas de expectativas de inflación.

BIBLIOGRAFÍA

Armas, A., F. Grippa, Z. Quispe y L. Valdivia, De metas monetarias a metas de inflación en una economía parcialmente dolarizada: el caso peruano, BCRP, 2001, versión preliminar.

Azañero, J., Régimen cambiario y volatilidad del tipo de cambio, BCRP, 2000, versión preliminar.

Calvo, G. Y C. M. Reinhart, Fear of floating, NBER Working Paper No. W7993, noviembre 2000.

Dorich, J. y L. Triveño, "Reglas monetarias para el Perú", BCRP, Estudios Económicos No. 6, noviembre 2000.

Kemmerer, E., Exposición de motivos sobre el proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú, 1931.

León, D., "La información contenida en los agregados monetarios en el Perú", BCRP, Estudios Económico No. 5, diciembre 1999.

Masson, P., M. Savastano y S. Sharma, "Can inflation targeting be a framework for monetary policy in developing countries?", Finance & Development, 1998.

Mishkin, F. y M. Savastano, Monetary policy strategies for Latin America, 2000, versión preliminar.

Morón, E. y J. Castro, Uncovering central banks' monetary policy objectives: going beyond fear of floating, 2000, versión preliminar.

Quispe, Z., "Política monetaria en una economía con dolarización parcial: el caso del Perú", BCRP, Estudios Económicos No. 6, noviembre 2000.

Sargent, T., "The end of our big hyperinflation", Rational Expectations and Inflation, Harper & Row, 1986.

Schaechter, A., M. Stone y M. Zelmer, Adopting inflation targeting: practical issues for emerging market countries, IMF Occasional Paper No. 202, 2000.

Thorne, A., Inflation targets: useful, but no silver bullet, JP Morgan, Latin American Economic Outlook, 2000.

Valdivia, L. y L. Vallejos, "Inflación subyacente en el Perú", BCRP, Estudios Económico No. 6, noviembre 2000.

Velarde, J. y M. Rodríguez, El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año, CIUP, 1992.