



Aspectos prácticos de la adopción de un esquema de metas de inflación en economías emergentes: posibles implicancias para el Perú¹

Mark R. Stone

I. Introducción

En años recientes, la adopción de marcos completos de política monetaria basados en metas de inflación se ha ampliado de los países industriales a las economías emergentes. Hacia diciembre del año 2000, Brasil, Chile, la República Checa, Israel, Polonia y Sudáfrica habían adoptado esquemas de metas de inflación, mientras otros se han orientando hacia dicho régimen desde entonces.

Actualmente el Perú está evaluando la adopción de un esquema completo de metas de inflación en el corto plazo (Armas y Quispe, 2001 y Rossini, 2001), con el fin de asegurar la reciente reducción de la inflación y mejorar la efectividad de la política monetaria. La política monetaria ha incluido el anuncio explícito de rangos objetivo de inflación desde 1994, y más recientemente el Perú ha dado pasos importantes hacia el mejoramiento de la transparencia de la política monetaria, que es un elemento fundamental del esquema de metas de inflación.

Este artículo resume los aspectos prácticos de la adopción de un esquema de metas de inflación en economías emergentes y discute algunas de las posibles implicancias de esta evaluación para su adopción en el Perú. La evaluación cubre principalmente a las economías emergentes, porque éstos difieren de los países industriales en aspectos importantes, los cuales han sido el tema central de la mayoría de análisis sobre el régimen de metas de inflación².

Los países que se considera han adoptado el esquema en las comparaciones presentadas en este artículo, son aquéllos que en diciembre del año 2000 habían incorporado la mayor parte de elementos de un marco completo de metas de inflación. Estos países se han comprometido a subordinar otros objetivos de política a la meta de inflación, usan una proyección de la inflación como guía intermedia de la política monetaria, y llevan a cabo sus políticas de acuerdo con un marco transparente que facilita la rendición de cuentas. La selección de países empleada en este artículo es presentada en Schaechter et al. (2000).

Este artículo está estructurado de la siguiente manera. La Sección II presenta una breve visión general de las características de un típico marco de metas de inflación, incluyendo las diferencias entre economías emergentes y países industriales que han adoptado el esquema. La Sección III discute los aspectos específicos del marco de metas de inflación y compara el marco usado en el Perú con el de otros países que han adoptado este régimen. El artículo concluye con una discusión de las posibles implicancias de las diferencias entre el Perú y las economías emergentes que usan el esquema.

¹ Las opiniones expresadas en este artículo pertenecen al autor, y no necesariamente representan las del FMI o la política del FMI. Deseo agradecer a Alain Ize, Andrea Schaechter y Andy Wolfe por sus valiosos comentarios, y a Sandra Marcelino por su ayuda en la investigación.

² Bernanke et al. (1999) analizan el régimen de metas de inflación principalmente en países industriales. El estudio de dicho esquema en economías emergentes es abordado en Bléjer et al. (2001), Masson et al. (1997) y Schaechter et al. (2000).



II. Visión general del esquema de metas de inflación

El creciente número de países que han adoptado el régimen de metas de inflación sugiere que este marco ofrece mayores ventajas que las anclas monetarias y cambiarias. En primer lugar, ayuda a alejar la atención del público de políticas intervencionistas de corto plazo —para las cuales la política monetaria no es adecuada— hacia una inflación baja y estable, lo cual refuerza la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. En segundo lugar, la rendición de cuentas y la disciplina de la política monetaria y fiscal son mayores bajo un esquema de metas de inflación. En tercer lugar, un marco sólido de metas de inflación habilita al banco central para responder a desarrollos de corto plazo, con un menor riesgo para la credibilidad de su esfuerzo antiinflacionario en el largo plazo. Finalmente, el marco de metas de inflación ayuda a motivar la reforma institucional del banco central y a impulsar las reformas estructurales de manera más general, especialmente en un contexto de desinflación. El esquema también tiene desventajas potenciales, incluyendo la inestabilidad del instrumento monetario si el marco es excesivamente rígido, así como la volatilidad cambiaria, especialmente en pequeñas economías abiertas.

La experiencia sugiere que los fundamentos para el éxito de un régimen completo de metas de inflación son los siguientes:

- Una posición fiscal y una estabilidad macroeconómica sólidas.
- Un sistema financiera relativamente desarrollado.
- Independencia del banco central en el uso de sus instrumentos y el mandato de lograr la estabilidad de precios.
- Una adecuada proyección de inflación y una comprensión razonablemente buena de los canales de transmisión de la política monetaria.
- Transparencia en lo que respecta a rendición de cuentas y credibilidad.

Por supuesto, muchos de estos elementos, especialmente una fuerte posición fiscal, son necesarios para una sólida política monetaria independientemente del objetivo de política. Adicionalmente, no es necesario considerarlos como prerrequisitos para comenzar la transición hacia un esquema completo de metas de inflación. De hecho, muchas economías emergentes usan preanuncios de metas de inflación, en vez de un marco completo, como el objetivo de política preferible entre todos los que están disponibles.

Hay diferencias entre un esquema de metas de inflación para economías emergentes y países industrializados. Las economías emergentes generalmente prefieren un marco institucional más formal, es decir, tienden a modificar el marco legal del banco central antes de adoptar el esquema, con el fin de mejorar los mecanismos de rendición de cuentas y aumentar la transparencia. Por el contrario, los países industrializados por lo general no reforman anticipadamente su marco legal porque cuentan con una posición fiscal más sólida y sistemas financieros más grandes. Adicionalmente, todas las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación limitan explícitamente el financiamiento del banco central al gobierno en el mercado primario.

Los marcos institucionales más formales de las economías emergentes reflejan su mayor nivel de «credibilidad heredada». Muchos empezaron sus esquemas de metas de inflación con tasas de inflación mucho mayores y más variables que las de los países industrializados. Asimismo, tienen sistemas financieros menos desarrollados, lo cual tiende a incrementar su exposición a crisis financieras. También suelen tener una mayor deuda pública que los países industrializados, lo cual tiende a elevar las posibilidades de presión para monetizar los déficit fiscales, así como mucho menores ratios de liquidez sobre PBI, lo cual implica que la monetización de un déficit es más inflacionaria. Finalmente, las economías emergentes son más vulnerables a las crisis cambiarias. Estas características de las economías emergentes pueden acentuar los problemas de principal-agente inherentes al manejo del banco central, al hacer más difícil que el público controle el desempeño y credibilidad del banco central, lo cual conduce al establecimiento de arreglos más formales.



Bajo el esquema de metas de inflación, las economías emergentes y los países industrializados diseñan y operan sus políticas monetarias de manera algo diferente. Los bancos centrales de las economías emergentes dependen menos de modelos estadísticos para la conducción de la política monetaria. Los bancos centrales de las economías emergentes intervienen con mayor frecuencia en el mercado cambiario. El diseño del esquema de metas de inflación en economías emergentes se caracteriza por el establecimiento de horizontes temporales más cortos, y por rangos objetivo más amplios. Estas diferencias también pueden reflejar diferencias estructurales con los países industriales. Los cambios estructurales en las relaciones económicas subyacentes son más comunes en economías emergentes, las cuales suelen ser más vulnerables a choques, especialmente a flujos de capital volátiles. Adicionalmente, la transmisión de la política en las economías emergentes más abiertas opera en mayor medida a través del *pass-through* directo de corto plazo.

La mayor parte de los bancos centrales de economías emergentes han hecho importantes avances organizacionales para aumentar su capacidad de aplicar juicio e incentivar la transparencia y la rendición de cuentas. Estos pasos pueden ser especialmente difíciles para bancos centrales de economías emergentes que tradicionalmente han operado con controles y regulaciones, y que han sido renuentes a comunicar sus intenciones de política y sus apreciaciones económicas. La mayor parte de ellos ha mejorado su estructura de gobernabilidad mediante el uso de un rango más amplio de perspectivas en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria, y mediante la reforma de sus estructuras organizativas con el fin de delegar autoridad.

Las diferencias entre las economías emergentes y los países industrializados que han adoptado este esquema sugieren que la evaluación de su adopción debe tomar en consideración a qué categoría pertenece el país. Por ejemplo, un país industrializado puede no necesitar dar inmediatamente al marco legal de su banco central un nivel alto de rendición de cuentas y transparencia, mientras que por otro lado es más probable que una economía emergente sí necesite incluir este importante elemento. Por esta razón, este artículo se concentra en economías emergentes, más que en la generalidad de los países que han adoptado un esquema de metas de inflación.

III. El Perú comparado con las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación

Esta sección discute los aspectos específicos del marco monetario del régimen de metas de inflación y compara el marco del Perú con los de las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación, con el fin de identificar diferencias que sean útiles en la evaluación de su adopción por parte del Perú. Las comparaciones también pueden tener implicancias no sólo para el esquema de metas de inflación en particular, sino también para la política monetaria en general.

Indicadores macroeconómicos

El PBI y el PBI per cápita pueden ser considerados como variables *proxy* de los fundamentos del esquema de metas de inflación. Muchos de los elementos de estos fundamentos, los cuales serán examinados más adelante, pueden ser medidos directamente. Otros, tales como el nivel de educación y la deuda pública, no pueden ser medidos directamente, sino que están correlacionados con el PBI y el PBI per cápita. En el caso del Perú, el PBI es menor que en todos los otras economías emergentes que usan el esquema de metas de inflación, excepto uno (Cuadro 1). En lo que respecta al PBI per cápita, el del Perú es menor que el de todos los demás países con los que se hace la comparación. Sin embargo, el PBI per cápita de los países en el momento de la adopción del régimen generalmente está declinando, lo cual sugiere que su nivel de desarrollo tiene una tendencia decreciente.



Cuadro 1. PBI y PBI per cápita, economías emergentes, 1998 ^{1/2/}					
PBI					
(Miles de millones de dólares)					
R.P. China	946,2	Polonia	157,2	Egipto	81,1
Brasil	775,5	Sudáfrica	133,9	Chile	72,8
México	420,9	Tailandia	112,1	Malasia	72,5
India	415,8	Colombia	99,4	Filipinas	65,5
Argentina	298,1	Israel	99,0	Perú	62,8
Rusia	277,8	Venezuela	95,4	Pakistán	62,6
Turquía	200,8	Indonesia	94,2	Rep. Checa	55,7
Myanmar	189,8				
PBI per cápita					
(Miles de dólares)					
Israel	16.591	Hungría	4.658	Malasia	3.411
Eslovenia	10.058	Brasil	4.552	Estonia	3.397
Argentina	8.341	México	4.199	Botswana	3.274
Uruguay	6.886	Venezuela	4.115	Panamá	3.254
Rep. Checa	5.421	Polonia	4.060	Sudáfrica	3.164
Chile	5.042	Myanmar	4.037	Turquía	3.087
Líbano	4.874	Eslovaquia	3.786	Belice	2.894
Croacia	4.660	Gabón	3.768	Perú	2.393

Fuente: Schaechter et al. (200).

^{1/} Los países que usan un esquema de metas de inflación están marcados en negrita.

^{2/} Excluye a los principales exportadores de petróleo y a los pequeños países insulares.

El Perú es *menos desarrollado financieramente* que las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación. Generalmente, éstas tienen mercados financieros relativamente desarrollados, lo cual favorece el mecanismo de transmisión de la política monetaria, así como el uso de una tasa de interés como meta operativa. El Perú tiene un sistema bancario y mercados financieros no bancarios pequeños en comparación con otros países (Cuadro 2), a pesar de que el Perú no se encuentra debajo de los valores mínimos de los países con los que se lo compara.

Cuadro 2. Indicadores de desarrollo del mercado financiero: Perú y economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación					
	Capitalización bursátil /PBI	Capitalización del mercado de bonos privados / PBI	Concentración bancaria	Crédito al sector privado / PBI	Liquidez total / PBI
	1998	1997	1997	1999	1999
Brasil	20,7	9,8	0,4	27,7	27,0
Chile	65,9	bajo	0,4	66,4	109,2
Rep. Checa	21,4	6,3	0,7	56,8	76,9
Israel	39,4	bajo	0,8	84,9	99,4
Polonia	12,9	bajo	0,4	23,8	43,1
<u>Sudáfrica</u>	<u>127,6</u>	<u>bajo</u>	<u>0,8</u>	<u>69,8</u>	<u>59,0</u>
Mediana	30,4	bajo	0,6	61,6	67,9
Perú	18,6	bajo	0,6	25,5	34,2

Fuente: Schaechter te al. (2000).



Los indicadores de *estabilidad del sistema financiero* del Perú, en general, están en línea con los de las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación. Una amenaza al sistema financiero puede afectar la credibilidad de una meta de inflación si aumenta la posibilidad de que se requiera una inyección inflacionaria de liquidez para estimular instituciones financieras con problemas, y de que ésta pueda limitar las posibilidades de aplicar una política restrictiva para estabilizar el tipo de cambio. Las economías emergentes pueden sentirse obligadas a esperar más que los países industrializados para asegurarse de que el nuevo marco no sea amenazado por la inestabilidad del sistema financiero. Muchas de las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación tomaron medidas para profundizar y ampliar los mercados de capital para reducir los efectos potencialmente desestabilizadores de la volatilidad del precio de los activos. En el Perú, los indicadores estándar de deuda externa no están muy desalineados con los de los países con los que se hace la comparación (Cuadro 3). Adicionalmente, el Perú tiene un nivel relativamente alto de reservas internacionales.

Cuadro 3. Indicadores de estabilidad financiera: Peru y las economías emergentes que aplican el esquema de metas de inflación			
	Pasivos no bancarios con bancos asociados al BIS / PBI	Deuda externa / PBI	Deuda de corto plazo / Deuda externa total 1999
Brasil	7,5	30,7	11,3
Chile	67,4	47,6	11,5
Rep. Checa	6,1	41,8	33,3
Israel	6,2	51,4	n.d.
Polonia	4,9	29,5	14,3
<u>Sudáfrica</u>	<u>7,3</u>	<u>18,9</u>	<u>45,6</u>
Mediana	6,8	36,2	14,3
Perú	7,8	52,9	17,1

Fuente: Schaechter et al. (2000)

Por otro lado, el Perú está mucho más *dolarizado* que cualquiera de las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación³. El ratio reportado de depósitos en moneda extranjera sobre liquidez para el Perú, equivalente a 64 por ciento, contrasta con los valores de 5,9 por ciento de la República Checa y 20,4 por ciento de Polonia, que son las únicas dos economías emergentes con tales datos reportados por Baliño et al. (1999). La dolarización crea nuevos desafíos para la política monetaria en un esquema de metas de inflación. En primer lugar, la dolarización puede incrementar la exposición cambiaria del sector no transable, porque una súbita depreciación puede aumentar considerablemente la carga financiera de las compañías dependientes de endeudamiento externo, pero cuyos ingresos están denominados en moneda nacional. En segundo lugar, la dolarización también puede aumentar la vulnerabilidad del sector bancario si éste tiene una posición negativa de activos externos netos. En tercer lugar, la dolarización puede aumentar, o al menos hacer más volátil el *pass-through* depreciación-inflación, puesto que los precios de los bienes domésticos denominados en dólares pueden aumentar a la par con la depreciación. En Brasil, Chile e Israel, las largas experiencias con la indexación y con tasas de inflación altas con frecuencia generaron una inercia hacia la baja de los precios y a un *pass-through* más rápido del tipo de cambio a la inflación hasta que el marco de metas de inflación adquirió credibilidad.

Los *choques cambiarios* pueden tener un mayor impacto en el Perú en relación con las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación, lo cual refleja la dolarización, apertura y tamaño relativamente reducido del Perú. Por supuesto, todas las economías emergentes enfrentan el reto de identificar la causa de los movimientos cambiarios, lo cual determina si se justifica —como en caso de un choque externo temporal— o no —como en el caso de una mejora permanente en la productividad doméstica— una respuesta de política. Las posibilidades de respuesta a un choque han ido desde no hacer nada hasta una combinación de intervención

³ La complejidad adicional que introduce la dolarización en la elección de un régimen monetario para el Perú es tratada en mayor detalle en Ize (2001).



cambiaria y política monetaria restrictiva. Después de los episodios de las crisis asiática y rusa, Chile inicialmente llevó a cabo una intervención cambiaria esterilizada para moderar el ritmo de depreciación cambiaria, y luego incrementó la tasa de interés cuando quedó claro que la intervención cambiaria por sí misma no sería suficiente para restaurar el sentido de riesgo en el mercado cambiario. Esta defensa del peso mediante tasas de interés altas hizo que la inflación terminara debajo de la meta en 1999, porque el pass-through fue mucho menor que lo esperado. El Banco de Israel no intervino, lo cual reflejó la preocupación de que esto hubiera podido incentivar a los participantes en el mercado a especular contra el banco central y a aumentar su percepción del riesgo cambiario. La República Checa adoptó una política más restrictiva de lo que hubiera sido si se hubiera basado únicamente en las perspectivas de inflación.

Una sólida *posición fiscal* es un elemento esencial en el esquema de metas de inflación, porque la inflación alta es típicamente inducida por la monetización de los déficit fiscales. Efectivamente, los mayores niveles de deuda pública de las economías emergentes en relación con los países industrializados implica que aquéllos son más propensos a la monetización de los déficit fiscales, y que la monetización de un determinado nivel de gasto público será más inflacionaria. Nuevamente, el balance fiscal del Perú es comparable con el de las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación en el momento en que lo adoptaron (Cuadro 4).

Cuadro 4. Resultado fiscal / PBI, Perú y economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación 1/		
Brasil	1999	-7,7
Chile	1990	4,5
Republica Checa	1998	-1,0
Israel	1997	-2,9
Polonia	1998	-3,2
Sudáfrica	2000	-2,7
Mediana		-3,0
Perú	2000	-2,3

Fuente: Schaechter et al. (2000)
1/ Promedio para el año indicado y los dos años precedentes.

La tendencia decreciente de la *inflación* en el Perú podría ser un buen augurio para la adopción del esquema de metas de inflación, porque la experiencia internacional sugiere que la desinflación permite una transición más rápida hacia un esquema completo de metas de inflación. La elección entre una transición gradual o rápida para las economías emergentes refleja el nivel de la inflación al comienzo de dicha transición (Cuadro 5). Ninguna de las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación comenzó dicho régimen con una inflación inferior a la que el Perú tiene ahora. La baja tasa de inflación del Perú es útil para establecer credibilidad y reduce la necesidad de una restricción monetaria que podría aminorar el crecimiento del producto.



Cuadro 5. Perú y economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación: Inflación anual antes del establecimiento de un esquema completo de metas de inflación y en el momento de su adopción^{1/}					
Economías emergentes	t	t menos 36 meses	t menos 24 meses	t menos 12 meses	t
Brasil	Jun. 1999	16,3	7	3,4	3,3
Chile	Set. 1999	6,3	6	4,8	2,9
República Checa	Dic. 1997	9,9	7,9	8,6	10
Israel	Jun. 1997	12,5	9,7	12,9	8,5
Polonia	Mar. 1999	20,2	16,8	13,9	6,1
Sudáfrica	Feb. 2000	9,7	5,4	6,2	2,4
Perú	Abr. 2001	8,4	3,4	3,8	2,6

Fuente: Schaechter et al. (2000)

^{1/} El mes t es el momento de la adopción de un marco completo de metas de inflación.

Marco institucional

El *objetivo principal* del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) de lograr la «estabilidad monetaria» puede ser considerado consistente con el esquema de metas de inflación. Todas las economías emergentes, con la excepción de Polonia, incluyen como objetivo del banco central la «estabilización del valor de la moneda». Esto se refiere a condiciones domésticas (estabilidad de precios) y externas (estabilidad cambiaria), y refleja la función que han cumplido el tipo de cambio fijo y el *crawling peg* en la mayoría de estos países. En la práctica, el énfasis de los objetivos de la política monetaria se desplazó hacia la estabilidad de precios domésticos cuando el grado de flexibilidad cambiaria aumentó. El objetivo de «estabilidad monetaria» del BCRP puede reflejar la historia de hiperinflación del Perú.

La *independencia en el uso de los instrumentos* está garantizada por los marcos legales de todos los países que aplican un esquema de metas de inflación, incluido el Perú. Todas las economías emergentes establecieron la independencia en el uso de los instrumentos en la legislación de sus bancos centrales antes de la adopción de un marco de metas de inflación. Entre los países industrializados, dos han hecho cambios hace relativamente poco tiempo (Suecia y el Reino Unido) y tres permiten formalmente al gobierno prevalecer sobre las decisiones de política del banco central (Australia, Canadá y Nueva Zelanda), a pesar de que en ninguno de éstos últimos el gobierno ha hecho uso de esta provisión en los últimos treinta años.

El *financiamiento del gasto público* por el BCRP está estrictamente limitado, al igual que en el marco legal de los bancos centrales de todas las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación. En el Perú, el financiamiento del banco central está limitado a una compra de bonos equivalente al 5 por ciento del saldo de la base monetaria del año anterior. Estos límites reflejan la experiencia de alta inflación inducida por la monetización de los déficit fiscales. Los mayores niveles de deuda pública de las economías emergentes en relación con los países industrializados implica que aquéllos son más proclives a la monetización de sus déficit fiscales, y sufren de una mayor vulnerabilidad a la inflación porque la monetización de un nivel determinado de gasto público será más inflacionaria. El límite al financiamiento del gobierno por parte del BCRP es un elemento importante de un marco de metas de inflación que goce de credibilidad.

Las economías emergentes han preferido para sus bancos centrales marcos legales que aseguren un alto nivel de independencia *antes* de introducir un esquema de metas de inflación. La legislación de los países industrializados tiende a ser más diversa, y con frecuencia ha experimentado revisiones *después* de la adopción del régimen. La necesidad de una mayor credibilidad en las economías emergentes proviene de la gran vulnerabilidad a choques, así como, en algunos casos, de la historia previa de alta inflación.



Cuadro 6. Marcos legales de los bancos centrales de las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación	
Marco legal	Países
<i>Objetivos de la política monetaria</i>	
Estabilidad de la moneda como objetivo principal	República Checa
Estabilidad monetaria como objetivo principal	Perú
Estabilidad de los precios domésticos como objetivo principal	Polonia
Estabilidad de la moneda más otros objetivos	Brasil, Chile, Israel, Sudáfrica
<i>Independencia en el uso de instrumentos</i>	Brasil, Chile, República Checa, Israel, Polonia, Sudáfrica, Perú
<i>Financiamiento del déficit fiscal</i>	
Limitado	República Checa, Sudáfrica, Perú
No permitido	Brasil, Chile, Israel, Polonia
Fuente: Legislación de bancos centrales y reportes.	

Diseño de la meta de inflación

En el Perú, el BCRP *anuncia la meta de inflación*. Las metas de inflación en la mayor parte de los países que aplican un esquema de metas de inflación son anunciadas por el gobierno o conjuntamente por el gobierno y el banco central. Esto puede fortalecer la credibilidad de la meta, porque indirectamente compromete al gobierno a aplicar una política fiscal que apoye el logro del objetivo inflacionario. El gobierno debe asignar un objetivo al banco central porque aquél representa las preferencias de la sociedad, mientras que éste, dependiendo de cuánta independencia tenga, podría elegir una meta que el gobierno considere excesivamente restrictiva. Sin embargo, los gobiernos pueden tener un horizonte de corto plazo y, por lo tanto, favorecer metas que estén por encima de la tasa de inflación socialmente óptima de largo plazo. Esto puede ser mitigado ya sea mediante un anuncio conjunto de la meta, o haciendo que el banco central juegue un papel activo en la discusión de las consecuencias de la inflación con el gobierno y la sociedad.

Cuadro 7. Anuncio de metas de inflación en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación	
Meta anunciada por:	
Gobierno	Brasil, Israel
Banco Central	Chile, Polonia, Perú
Conjuntamente por el Gobierno y el Banco Central	República Checa, Sudáfrica
Fuente: Sitios web de bancos centrales.	

El *horizonte temporal de la meta de inflación* del BCRP es anual, como en el caso de la mayor parte de las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación. El horizonte temporal de la meta define el periodo en el cual el banco central se compromete a lograr la meta de inflación. Cuando la inflación se halla en el nivel deseado de largo plazo, la extensión del horizonte de política con frecuencia refleja los rezagos de transmisión de política y el deseo de evitar variaciones excesivas en los instrumentos monetarios, y por lo tanto en el producto. Los horizontes de largo plazo tienen la ventaja de dar al banco central mayores posibilidades para responder a choques (es decir, para mantener el producto estable) y ayudan a cimentar las expectativas



inflacionarias. Efectivamente, el establecimiento de horizontes de corto plazo para las metas y las acciones del banco central pueden generar una inestabilidad del instrumento si el horizonte es corto en relación con los rezagos de política. El BCRP también acuerda una meta de tres a cinco años con el gobierno en el contexto del Presupuesto, lo cual ayuda a consolidar las expectativas inflacionarias de largo plazo.

Cuadro 8. Horizonte temporal de las metas en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación	
Horizonte temporal	Países
Metas anuales	Israel, Polonia, Sudáfrica, Perú
Metas anuales, pero anunciadas de manera anticipada para varios años	Brasil, República Checa
Horizonte indefinido	Chile
Fuente: Schaechter et al. (2000)	

La evolución de la inflación anual es la medida de acuerdo con la cual los bancos centrales son evaluados en la mayor parte de las economías emergentes. Los reportes de inflación del banco central o los reportes de política monetaria comparan las metas con los resultados mensuales o trimestrales en lo que se refiere a inflación, aun cuando en muchos casos el marco formal no necesariamente define explícitamente la periodicidad de las evaluaciones. La República Checa, Israel y Polonia han formulado metas anuales diciembre-diciembre, las cuales reflejan el papel que han jugado sus metas de tipo de cambio en el proceso hacia la desinflación. Sin embargo, estos países también discuten el desempeño inflacionario dentro del año en sus Reportes de Inflación. Las evaluaciones periódicas, las cuales están orientadas a informar al público, ayudan a controlar el desempeño inflacionario en relación con la meta.

Actualmente, la meta de inflación del Perú tiene un *rango* de uno por ciento. Un rango, en vez de un punto, da al banco central una mayor flexibilidad para responder a choques y permiten un rango de discreción en el contexto de otros objetivos. Los incumplimientos de las metas son probables. Más aún, la amplitud del rango da una señal anticipada de cuánta tolerancia tiene el banco central hacia las fluctuaciones de la inflación alrededor del punto medio, reconociendo que un punto no será logrado exactamente. Aun así, la flexibilidad dependerá de la amplitud de un rango objetivo anunciado en relación con la escala de desviación que es aceptable cuando la meta es un punto. Cuanto más amplio es el rango, menos claras son las expectativas inflacionarias y el compromiso del banco central de lograr una meta clara. Es más, puede existir la preocupación de que en la práctica el límite superior del rango pueda convertirse en la meta, en vez del punto medio. El *trade-off* entre un rango estrecho y uno amplio depende de la frecuencia y la severidad de los choques y la credibilidad del banco central. Con el fin de dar una guía clara para las expectativas inflacionarias, la mayoría de bancos centrales han establecido ya sea puntos o rangos objetivos estrechos de dos puntos porcentuales o menos. Estos arreglos son preferidos igualmente por países industrializados y economías emergentes. Las excepciones importantes son Brasil, Nueva Zelanda y Sudáfrica, que han optado por rangos más amplios para compensar el hecho de que los índices de precios que usan como objetivos incluyen varios ítem volátiles que están más allá de la influencia del banco central.

Cuadro 9. Objetivos de rango o punto en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación	
Rango objetivo de 1 punto porcentual	Israel, Perú
Rango objetivo de 2 puntos porcentuales	Chile, República Checa, Polonia
Rango objetivo de más de 2 puntos porcentuales	Brasil, Sudáfrica
Fuente: Sitios web de bancos centrales	



Operatividad de la política monetaria

La operatividad de la política monetaria en un esquema de metas de inflación funciona de la siguiente manera:

- La proyección de inflación usualmente es actualizada de acuerdo con un cronograma regular, sobre la base de los últimos datos económicos, indicadores de percepción de mercado, resultados de modelos y juicio.
- La posición deseada de la política, en términos del nivel de la meta operativa requerida para reducir cualquier brecha entre la proyección de inflación y la meta de inflación, y tomando en consideración la brecha de producto y otros factores, es determinada usando modelos y juicio.
- También son tomados en consideración otros factores (desarrollos internacionales, eventos políticos) que podrían tener alguna influencia en la oportunidad y magnitud de los cambios en la posición de la política.

En el Perú, como en otros países que aplican un esquema de metas de inflación (Cuadros 10 y 11), las decisiones de política monetaria son tomadas mensualmente por un comité. En varios países la estructura de gobernabilidad del banco central ha sido rediseñada para permitir la participación directa de banqueros centrales que no son de carrera —a tiempo completo o a tiempo parcial— en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria. La participación de personas externas al banco central asegura que un rango más amplio de opiniones sea tomado en consideración en el proceso de toma de decisiones, y no está ligada necesariamente a la adopción de metas de inflación.

Cuadro 10. Cuerpo de toma de decisiones de política monetaria en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación	
Directorio o comité de política	Brasil, Chile, República Checa, Perú Polonia, Sudáfrica
Gobernador, en consulta con funcionarios	Israel
Fuente: Legislación y reportes de bancos centrales.	

Cuadro 11. Frecuencia de reuniones de política monetaria en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación	
Mensual	Brasil, Chile, República Checa, Israel, Perú , Polonia
Dos veces por trimestre	Sudáfrica
Fuente: Legislación y reportes de bancos centrales.	

El uso de una *meta operativa* cuantitativa, en vez de una meta de tasa de interés, ubica al Perú aparte de todos los demás países que aplican el esquema de metas de inflación. Todos éstos utilizan una tasa de interés de muy corto plazo como meta operativa (Cuadro 12). La meta operativa puede ser definida como el indicador del mercado de dinero que mejor captura las intenciones de las autoridades. La popularidad del uso de una tasa de interés *overnight* como meta operativa implica que los bancos centrales han elegido acomodarse a fluctuaciones en la demanda por reservas bancarias o depósitos de los bancos en el banco central. La creciente popularidad de las tasas de interés de corto plazo como meta operativa es parte de una tendencia más amplia hacia el abandono de metas de agregados monetarios, y no es necesariamente inherente al marco de metas de inflación. La mayoría de países que aplican un esquema de metas de inflación ajustan las tasas de interés de corto plazo en respuesta a desviaciones de la inflación o de la inflación esperada respecto de la meta y la brecha de producto. Bajo un esquema de metas de inflación, las respuestas de la tasa de interés son más *forward-looking* que bajo otros marcos de política, a causa de los rezagos entre cambios de política y la inflación resultante, y del deseo de evitar



una excesiva volatilidad del producto. El uso de una meta operativa cuantitativa en el Perú ha tenido como resultado, por lo menos hasta hace muy poco, un mayor grado de volatilidad de la tasa de interés de corto plazo en relación con otros países (Choy Chong, 1998).

Cuadro 12. Metas de inflación y principales instrumentos de política monetaria en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación		
	Meta operativa	Principales instrumentos
Brasil	Tasa de interés <i>overnight</i> interbancaria (SELIC)	Operaciones de mercado abierto (OMA) con bonos del Tesoro o bonos emitidos por el banco central.
Chile	Tasa real <i>overnight</i> interbancaria atada al IPC con un rezado de 10 días.	OMA mediante emisión de instrumentos del banco central y <i>repos</i> (acuerdos de recompra).
República Checa	Tasa repo a dos semanas.	Subastas diarias de repos a dos semanas.
Israel	Tasa de interés sobre préstamos de corto plazo a bancos y depósitos en los mismos.	Redescuentos diarios a plazo fijo, y OMA con bonos del Tesoro.
Polonia	Tasa de los bonos del Banco Nacional de Polonia a 28 días.	OMA con bonos del banco central.
Sudáfrica	Tasa repo <i>overnight</i> .	OMA con instrumentos del gobierno.
Perú	Cuenta corriente de los bancos en el BCRP.	OMA con certificados de depósito del BCRP.
Fuente: Schaechter et al. (2000).		

El Perú publicará un *reporte de inflación* semianual desde el año 2001. Todos los bancos centrales que aplican un esquema de metas de inflación regularmente publican su evaluación del desempeño inflacionario, las motivaciones que sustentan las acciones monetarias y las perspectivas inflacionarias. Preparan reportes regulares para informar acerca de su desempeño en el logro de las metas de inflación. En todos los casos, los reportes son remitidos a autoridades del gobierno para cumplir con los requerimientos de rendición de cuentas, y son publicados en copias impresas y en los sitios web de los bancos centrales. Los reportes proporcionan información detallada de los desarrollos económicos y financieros recientes y de sus efectos sobre la inflación en relación con la meta, explican las motivaciones que han sustentado las acciones monetarias recientes y, en muchos casos, presentan una discusión de las perspectivas de la inflación en los siguientes doce a veinticuatro meses. El reporte de los detalles de las perspectivas de inflación varía de acuerdo con el país, lo cual refleja el *trade-off* entre proporcionar más información y el costo de tener que revisarla frecuentemente a causa de errores de proyección (Cuadro 13). Además, las acciones de política son anunciadas inmediatamente mediante notas de prensa para aumentar la transparencia. Finalmente, los mensajes contenidos en reportes publicados frecuentemente han sido reforzados por presentaciones a grupos externos

Un nivel alto de *rendición de cuentas y transparencia* es esencial para un esquema exitoso de metas de inflación. La necesidad de mecanismos explícitos de rendición de cuentas en un esquema de metas de inflación se debe al rezago entre las acciones de política monetaria y la inflación, lo cual hace difícil controlar el compromiso de política de manera continua. Esto contrasta con los regímenes de metas de tipo de cambio y agregados monetarios, en los cuales el cumplimiento de las metas puede ser controlado continuamente. Además, los mecanismos de rendición de cuentas contribuyen a aislar la política de presiones políticas externas.



Cuadro 13. Reporte de inflación en economías emergentes que aplican el régimen de metas de inflación	
Brasil	Fan chart de 2 años
Chile	Fan chart de 2 años
República Checa	Rango de 1 año
Israel	No hay estimados
Polonia	Cualitativo
Perú	Rango de 1 año

Fuente: Schaechter et al. (2000).

La adopción de un régimen completo de metas de inflación por parte de las economías emergentes con frecuencia ha propiciado un *cambio significativo en la orientación del análisis económico y los requerimientos de personal del banco central*. Algunos bancos centrales han tenido que incrementar su capacidad analítica y reorientar sus actividades de análisis económico y manejo de datos hacia la recolección de información, la construcción de modelos necesarios para generar proyecciones regulares de inflación, e identificar los principales mecanismos de transmisión de las tasas de interés de corto plazo a la inflación. El esquema de metas de inflación también parece haber cambiado la función del personal involucrado en el seguimiento de los mercados financieros. Antes de la adopción del esquema de metas de inflación, el personal involucrado en actividades financieras, particularmente en bancos centrales con regímenes de tipo de cambio fijo, jugaba un papel activo en el seguimiento continuo de los mercados, y en la ejecución de transacciones destinadas a garantizar que los objetivos de tasa de interés y tipo de cambio fueran logrados. Con la adopción del esquema de metas de inflación, parece haber habido un cambio en la orientación de ese personal. En el esquema de metas de inflación, la política monetaria se centra en el mediano plazo y no en los desarrollos diarios de los mercados financieros. Como resultado, aquéllos involucrados en el seguimiento de los mercados pueden ahora invertir más tiempo extrayendo información sobre las expectativas del mercado acerca de la inflación futura y la posición de la política monetaria, y correspondientemente menos en el seguimiento del flujo continuo de transacciones a través de los mercados.

IV. Conclusión: Posibles implicancias de las diferencias entre el Perú y las economías emergentes que aplican un régimen de metas de inflación

Este artículo ha resumido los aspectos prácticos de la adopción de un esquema de metas de inflación por parte de las economías emergentes, y ha discutido algunas de las posibles implicancias de esta evaluación para la aplicación de dicho régimen en el Perú. La siguiente discusión acerca de las diferencias entre el Perú y las economías emergentes que usan un esquema de metas de inflación destaca, en general, sus posibles implicancias para el mejoramiento de la política monetaria en el Perú, y particularmente para el caso en que el Perú decida avanzar hacia la adopción de un régimen completo de metas de inflación.

En general, el *marco institucional* de la política monetaria en el Perú es sólido, pero podría ser modificado en varios aspectos. Para mejorar la credibilidad de una meta inflacionaria, la meta anual puede ser anunciada conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas, e incorporada a la Ley de Presupuesto. La credibilidad puede ser reforzada separando al ejercicio del Presidente del banco central y de los miembros del directorio del ciclo político, y estableciendo un sistema de periodos no coincidentes para cada miembro del directorio.

En lo que respecta a las *operaciones monetarias*, las principales implicancias se refieren a la elección de la meta operativa y el instrumento monetario. Una meta de tasa de interés puede constituir una mejor señal de las respuestas de política a las fluctuaciones cambiarias, y ser menos vulnerable a cambios en la velocidad —los cuales son especialmente altos en un contexto de dolarización— en comparación con una meta monetaria. Sin embargo, el uso de una meta de tasa de interés podría originar una mayor volatilidad cambiaria, especialmente



durante un periodo de choques externos. Por supuesto, la periodicidad y modalidad de un cambio en la meta operativa deben ser evaluadas tomando en consideración la manera en que el mercado percibe el funcionamiento de la política, así como el contexto económico y político. En lo que respecta al instrumento monetario, un cambio de certificados de depósito a bonos del Tesoro y *repos* —los instrumentos usuales de los bancos que aplican un esquema de metas de inflación— merece ser considerado.

También se puede avanzar en la *profundización del sector financiero*, la cual beneficiaría no sólo al esquema de metas de inflación, sino a la política monetaria bajo cualquier régimen. Una estrategia completa de manejo de la deuda interna, respaldada por una política fiscal responsable, proporcionaría una curva de rendimiento de referencia que sea confiable, y profundizaría el mercado de moneda doméstica. El desarrollo de instrumentos financieros en soles mejoraría los canales de transmisión de la política monetaria y fortalecería la capacidad de señalización del BCRP. Adicionalmente, con la adopción de una tasa de interés de corto plazo, el BCRP podría disminuir la volatilidad de la tasa de interés, con lo cual se reducirían los costos del financiamiento y se fomentaría el desarrollo del mercado financiero.

La experiencia de los bancos centrales de las economías emergentes en lo que respecta a la *respuesta de la política monetaria a choques cambiarios* puede tener implicancias útiles en el caso para el Perú. Los bancos centrales buscan asegurar que los movimientos del tipo de cambio no desestabilicen las expectativas inflacionarias, los mercados financieros o los balances del sector privado. La dificultad práctica es identificar la causa de los movimientos cambiarios. Al plantear sus políticas, los bancos centrales han tendido a depender de información cuantitativa obtenida mediante sus contactos con los participantes del mercado y el sector privado, y de información extraída de indicadores de mercado. En la práctica, las posibilidades de respuesta a un choque han cubierto un amplio rango, desde no hacer nada, hasta una combinación de intervención cambiaria y mayor restricción monetaria. Ofrecer explicaciones claras acerca de la racionalidad que sustenta los cambios en la posición de la política puede ayudar a orientar las expectativas en la dirección deseada. Una economía dolarizada enfrenta dificultades a causa de la presencia del *pass-through* cambiario, porque éste depende no sólo de la brecha de producto, sino también de la demanda por moneda doméstica en relación con demanda por moneda extranjera. Después de un choque, muchos países actúan en un principio sobre el supuesto de un *pass-through* relativamente bajo, y luego ejercen una política monetaria firme si el *pass-through* resulta ser alto, a pesar de que esta aproximación origina el riesgo de que la inflación se ubicará debajo de la meta, además de otras complicaciones. Puesto que la estabilización cambiaria es especialmente difícil si la moneda extranjera o los pasivos en dólares conforman una proporción grande de los balances, un seguimiento de éstos puede ayudar a reducir la posibilidad de conflictos de política.

Finalmente, las comparaciones entre el Perú y las economías emergentes que aplican un esquema de metas de inflación sugieren algunas maneras de mejorar la *transparencia*. La explicación de las reacciones de política del BCRP mejoraría la capacidad de señalización y la toma de decisiones del sector privado. La publicación de una proyección de inflación más detallada ayudaría a centrar las expectativas del mercado y reducir los cambios sorpresivos de política, los cuales afectan negativamente la credibilidad. Finalmente, un esfuerzo educativo amplio acerca de qué significa el esquema de metas de inflación aumentaría la efectividad del régimen.

El esquema de metas de inflación es un marco de política complejo y sutil. Un esfuerzo adicional para explicarlo al público sería útil, dada la historia de volatilidad monetaria el Perú. Un esfuerzo educativo amplio puede inclusive ser visto como una variable de política que sirva para conectar las acciones del banco central, el entendimiento por parte del público y el apoyo político, y para reforzar la credibilidad de la política monetaria.



Bibliografías

Armas, Adrián y Zenón Quispe (2001), «Operational issues in adopting an inflation targeting framework for Peru», Banco Central de Reserva del Perú, edición mimeografiada.

Banco Central de Reserva del Perú (2001), Programa Monetario para el año 2001.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin y Adam S. Posen (1999), Inflation Targeting: Lessons from International Experience, Princeton University Press.

Baliño, Tomás, Adam Bennett y Eduardo Borensztein (1999), «Monetary Policy in Dollarized Economies», Occasional Paper No. 171, Fondo Monetario Internacional.

Bléjer, Mario I., Alain Ize, Alfredo M. Leone y Sérgio Werlang, editores, (2001), Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies.

Choy Chong, M. (1998), «Monetary Policy Operating Procedures: The Peruvian Case», Bank of International Settlements.

Ize, Alain (2001), «Implications of Partial Dollarization for Inflation Targeting: A View from the Dollarization Literature», edición mimeografiada.

Masson, Paul R., Miguel A. Savastano y Senil Sharma (1997), «The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries», IMF Working Paper 97/130, Fondo Monetario Internacional.

Rossini, Renzo (2001), «The Objectives and Challenges of a Shift to Inflation Targeting», Banco Central de Reserva del Perú, edición mimeografiada.

Schaechter, Andrea, Mark R. Stone y Mark Zelmer (2000), «Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries», IMF Occasional Paper No. 202.