



---

**Recuadro 6**  
**ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA ANTICÍCLICA**

En este recuadro se discute evidencia empírica reciente que muestra un cambio importante en la naturaleza de la respuesta de los bancos centrales en economías emergentes frente a choques externos. En los esquemas de metas de inflación, como los que utiliza un gran número de bancos centrales en el mundo, entre ellos el Perú, la respuesta de política monetaria frente a choques que desvían la inflación del nivel meta, depende de la naturaleza de los mismos.

Así, cuando el choque es de demanda, el banco central puede implementar una política monetaria anti-inflacionaria que al mismo tiempo sea anti-cíclica (expansiva durante una desaceleración económica y restrictiva durante un episodio de bonanza). Esto es así porque cuando la economía enfrenta a choques de demanda: un choque negativo (positivo) producirá una desaceleración económica y presiones deflacionarias (inflacionarias) ante lo cual el banco central responde con una reducción (aumento) en la tasa de interés, que estabiliza tanto la inflación como el crecimiento. Esta situación se denomina en la literatura, la “divina coincidencia” (Blanchard y Galí, 2005)<sup>18</sup>.

Sin embargo, cuando los choques son de oferta, esto es cuando se observa simultáneamente aumentos de inflación y desaceleración económica, la política monetaria no puede alcanzar, en el corto plazo una recuperación del ritmo de crecimiento de la actividad económica, y una menor inflación. Gran parte de los choques de oferta son transitorios, por los que sus efectos en inflación revierten rápidamente y no son significativos en actividad. En estos casos es usual no observar una respuesta de política monetaria. Sin embargo, cuando los choques de oferta son persistentes (incluyendo menor crecimiento del PBI potencial), se requiere de una respuesta de política monetaria que permita mantener ancladas las expectativas de inflación, y así preservar la credibilidad en la política inflacionaria del banco central. En este contexto, una política monetaria expansiva no puede estimular la economía sin generar inflación y con ello mayores costos futuros para el control de la misma.

En el pasado, la falta de credibilidad en los bancos centrales en las economías de la región, hacía que frente a choques externos negativos, los bancos centrales reaccionaran elevando sus tasas de interés, y por tanto siendo pro-cíclicos en sus respuestas de política. Ello para evitar grandes depreciaciones en el tipo de cambio, que se traducían típicamente en altas tasas de inflación dado el elevado efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación, o que afectarían la estabilidad del sistema financiero, cuando los efectos hoja de balance eran significativos.

Afortunadamente, en los últimos 15 años, cerca de un tercio de los países emergentes se han “graduado” en términos de prociclicidad (Vegh y Vuletin, 2012<sup>19</sup>). En el caso de la política monetaria, estos autores sostienen que con bancos centrales independientes que potencia su credibilidad y con medidas macroprudenciales que reducen los descalces cambiarios, escenarios con depreciaciones significativas se han vuelto menos perjudiciales, lo que permite al banco central reducir la tasa de interés de referencia durante episodios adversos.

Si bien se puede argumentar que en promedio, Latinoamérica se ha graduado en términos de respuestas de política frente a episodios adversos (se han tornado más contracíclicos), sin embargo, este promedio oculta la heterogeneidad entre países. Por un lado, tenemos países como Chile y Perú que tienen políticas monetarias contracíclicas mientras que por otro lado, Argentina, Uruguay y Venezuela aún se encuentran caracterizados por políticas monetarias procíclicas.

---

18 Blanchard, O y Galí, J. (2005). Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit, and Banking*, supplement to vol. 39 (1), 2007, 35-66

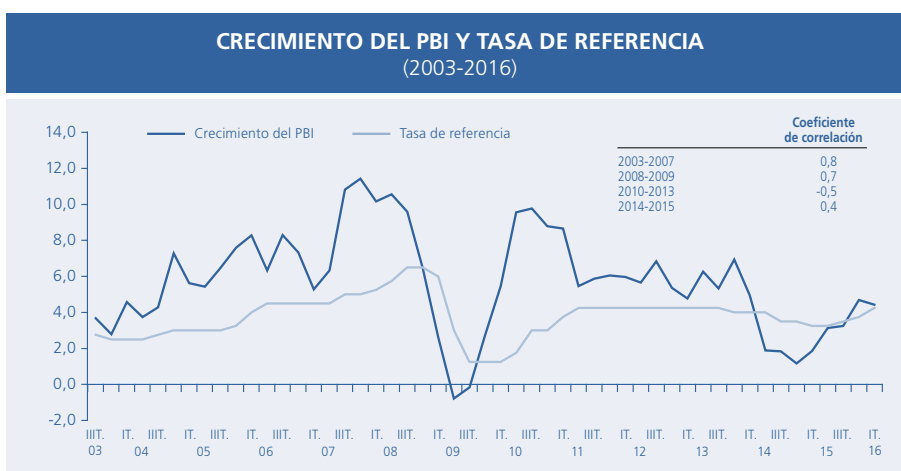
19 Vegh, Carlos, and Vuletin, Guillermo (2012), “Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets,” in *The role of Central Banks in financial stability: How has it changed?*, Federal Reserve Bank of Chicago.

---

CICLICALIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EPISODIOS DE CRISIS		
País	Ciclicalidad de la política monetaria	
	Antes de 1998	Después de 1998
Argentina	-0,55	-0,56
Brasil	-0,17	0,08
Chile	0,08	0,65
Colombia		0,35
México	-0,62	-0,22
Perú	0,11	0,75
Uruguay	-0,52	-0,58
Venezuela		-0,06
Región	-0,28	0,05

(-) indica prociclicidad.  
Fuente: Vegh y Vulentin (2014).

En el caso de Perú, la independencia del Banco Central y la transparencia que implica el esquema de metas de inflación han contribuido a potenciar la credibilidad de la política monetaria y el anclaje de las expectativas de inflación. Adicionalmente, una solvencia macroeconómica que ha evolucionado favorablemente en la última década y la aplicación de políticas macroprudenciales (en particular, con el uso cíclico de los requerimientos de encaje) han permitido mitigar los efectos adversos de depreciaciones significativas y ser uno de los países que evidencia políticas monetarias contracíclicas ante escenarios negativos.



La credibilidad que ha ganado la política monetaria en las últimas décadas en Perú, le ha permitido implementar una respuesta de política monetaria efectiva tanto frente a la crisis financiera global, periodo en el que el BCRP utilizó tanto la tasa de referencia, la que redujo a 1,25 por ciento, su mínimo histórico, así como un conjunto amplio de instrumentos monetarios para inyectar liquidez, lo que permitió mantener condiciones monetarias y crediticias expansivas que fueron fundamentales para aminorar el impacto de la crisis financiera (a diferencia de lo ocurrido durante la crisis rusa, que tuvo un impacto mayor en nuestra economía) y propiciar una rápida recuperación de la actividad económica, que permitió mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta en los siguientes años.





## PERÚ: INDICADORES DE SOLVENCIA MACROECONÓMICA DURANTE EPISODIOS DE CRISIS

		Unidad	Crisis rusa		Crisis financiera global	
			Jun.98	1999	Jun.08	2010
Banco Central	RIN /PBI	%	18,3	16,3	30,9	25,0
Bancos	Ratio de liquidez en MN de la banca	%	21,1	15,0	57,9	48,9
	Ratio de liquidez en ME de la banca	%	34,3	39,8	39,8	39,8
	Ratio de Dolarización del Crédito	%	79,1	81,7	52,4	43,3
	Pasivos externos de corto plazo de la banca/credito bancario	%	19,5	12,7	11,2	2,6
	Capitales de corto plazo/PBI	%	2,8	-3,0	0,5	-0,2
	Ratio de morosidad de la banca	%	6,1	8,3	1,2	1,5
Sector Público	Deuda pública/PBI	%	44,7	47,1	26,8	23,5
	Dolarización de la deuda pública	%	88,0	87,6	61,2	60,2
	Maduración promedio de la deuda pública	años	7,0	7,5	11,2	12,5
Depreciación real durante el episodio de crisis		%	13,0		-9,2	
Depreciación nominal durante el episodio de crisis		%	34,3		-12,7	

Recientemente, frente a un choque externo significativo, caracterizado por una caída persistente de los términos de intercambio, y menores inlfujos de capitales, que han generado mayor inflación, y desaceleración en el crecimiento económico en la mayoría de países de la región, el BCRP ha implementado una política monetaria orientada a mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y con ello propiciar un crecimiento de la actividad cercano a su potencial. La respuesta de política monetaria ha sido consistente con la naturaleza de este choque, que a diferencia del observado durante la crisis financiera internacional, que generó caída de inflación y de crecimiento, en este último periodo se observa desaceleración del crecimiento con mayor inflación, patrón más consistente un choque de oferta persistente (y un menor crecimiento del PBI potencial), por lo que, una respuesta apropiada de política monetaria requiere dosificar el impulso monetario, de tal manera que se mantenga las expectativas de inflación ancladas y se refuerce la credibilidad del banco central.

Asimismo, el uso activo de los requerimientos de encaje con fines macroprudenciales por parte del BCRP ha permitido amortiguar el efecto de choques negativos sobre el sistema financiero, a la vez que el uso de la intervención cambiaria y la acumulación de reservas internacionales han reducido el impacto de una depreciación del tipo de cambio en las hojas de balance de los agentes económicos. En tal sentido, el uso de una mayor variedad de instrumentos macroprudenciales genera un mayor espacio para el uso de la política monetaria contracíclica.