

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA
FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y
CIENCIAS SOCIALES



**“EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN: CASO
PERUANO (1990 – 2003)”**

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE

INGENIERO ECONOMISTA

**POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACION DE
CONOCIMIENTOS**

ELABORADO POR:

JUAN FRANCISCO LLANOS BASILIO

LIMA-PERU

2003

Con el cariño que guardo a las personas que están conmigo, dedico el presente Informe a mi Madre Estela, mi Esposa Rosalía y a mi Hijo Piero Llanos.

*Agradezco de forma muy especial a todos mis amigos, profesores,
compañeros y a mis hermanas que a lo largo de mi carrera universitaria
me brindaron todo su apoyo incondicional.*

I) CURRICULUM VITAE

CURRICULUM VITAE

JUAN FRANCISCO LLANOS BASILIO



Dirección: Pj. Rimac N° 172. Julio Sumar – El Tambo, Huancayo
Jr. Republica de Chile N° 289 Urb. Huaquillay – Comas, Lima.

Teléfono: 015361948, 012102646 y 064248729

e-mail: jllanos@tp.com.pe

I. RESUMEN FUNCIONAL

Bachiller en Ingeniería Económica, egresado de la Universidad Nacional de Ingeniería, con experiencia en Consultoría de Estudios de Mercado y Análisis Económico Financiero y gestión comercial en el área de Telecomunicaciones. Profesional en continuo proceso de aprendizaje, con metodología de trabajo, trabajo en equipo e interactuar en todo nivel, con creatividad, iniciativa y disposición a asumir retos importantes; manejos de paquetes informáticos y conocimientos básicos del idioma inglés.

II. DATOS PERSONALES

✓	DNI N°	10381670
✓	FECHA DE NACIMIENTO	22 DE ENERO 1976
✓	ESTADO CIVIL	CASADO

III. FORMACION ACADEMICA

✓ UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA
FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y CC.SS.

- ✓ GRADO OBTENIDO:
BACHILLER EN INGENIERIA ECONOMICA Y CC.SS.
- ✓ CURSO DE ACTUALIZACION ACADEMICA EN LA UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA, PARA OBTENER EL GRADO DEL TITULO PROFESIONAL.

IV. CURSOS DE ESPECIALIZACION Y OTROS.

- ✓ CURSO DE BOLSA Y BANCA INTERNACIONAL: CENTRO CULTURAL SAMA
Mayo y Junio de 1996, Lima.
- ✓ PROGRAMA DE CULTURAL BURSATIL: PROGRAMA NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (**CONASEV**), setiembre de 1996, Lima.
- ✓ CURSOS DE COMPUTACION, WORD, EXCEL, POWER POINT, ACCESS (OFICCE)
CENTRO DE EXTENSION Y PROYECCION SOCIAL DE LA UNI ENERO – MARZO 1998., Lima.
- ✓ VIII CONGRESO NACIONAL DE ESTUDIANTES DE ECONOMIA: UNIVERSIDAD NACIONAL PEDRO RUIZ GALLO, diciembre de 1997, Lambayeque.
- ✓ INGLES BASICO VIII CICLO, INSTITUTO CULTURAL PERUANO NORTEAMERICANO ICPNA – 1992, Huancayo.

V. EXPERIENCIA LABORAL

- ✓ LIMA CONSULTING GROUP S.A. – LIMA
Cargo: Encuestador Enero-Mayo 1994.
Supervisor Enero- Diciembre 1996.
- ✓ AD-REM S.A. – LIMA
Cargo: Encuestador Enero-Febrero 1997.
Supervisor Marzo-Junio 1997.
- ✓ COTEL S.R.L. – LIMA
Cargo: Asistente Administrativo.
Setiembre 1998- Marzo 1999.
- ✓ TELEFONICA DEL PERU S.A.A.
Cargo: Analista.
Setiembre 1999 – hasta la fecha.

- ✓ GRADO OBTENIDO:
BACHILLER EN INGENIERIA ECONOMICA Y CC.SS.
- ✓ CURSO DE ACTUALIZACION ACADEMICA EN LA UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA, PARA OBTENER EL GRADO DEL TITULO PROFESIONAL.

IV. CURSOS DE ESPECIALIZACION Y OTROS.

- ✓ CURSO DE BOLSA Y BANCA INTERNACIONAL: CENTRO CULTURAL SAMA
Mayo y Junio de 1996, Lima.
- ✓ PROGRAMA DE CULTURAL BURSATIL: PROGRAMA NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (**CONASEV**), setiembre de 1996, Lima.
- ✓ CURSOS DE COMPUTACION, WORD, EXCEL, POWER POINT, ACCESS (OFICCE)
CENTRO DE EXTENSION Y PROYECCION SOCIAL DE LA UNI ENERO – MARZO 1998., Lima.
- ✓ VIII CONGRESO NACIONAL DE ESTUDIANTES DE ECONOMIA: UNIVERSIDAD NACIONAL PEDRO RUIZ GALLO, diciembre de 1997, Lambayeque.
- ✓ INGLES BASICO VIII CICLO, INSTITUTO CULTURAL PERUANO NORTEAMERICANO ICPNA – 1992, Huancayo.

V. EXPERIENCIA LABORAL

- ✓ LIMA CONSULTING GROUP S.A. – LIMA
Cargo: Encuestador Enero-Mayo 1994.
Supervisor Enero- Diciembre 1996.
- ✓ AD-REM S.A. – LIMA
Cargo: Encuestador Enero-Febrero 1997.
Supervisor Marzo-Junio 1997.
- ✓ COTEL S.R.L. – LIMA
Cargo: Asistente Administrativo.
Setiembre 1998- Marzo 1999.
- ✓ TELEFONICA DEL PERU S.A.A.
Cargo: Analista.
Setiembre 1999 – hasta la fecha.

VI. REFERENCIAS PERSONALES

- ✓ Econ. Luis Parker Ch. Gerente General de la Empresa AD-REM S.A.
Teléfono: 2226337 – 2210442

- ✓ Adm. Roxana Guerrero Hernández, Jefe de Operaciones de la Empresa
Asesoría y Servicios E.I.R.L.
Teléfono: 4422189

- ✓ Ing. Hugo Gálvez Ruiz, Jefe Zonal Huancayo. Telefonica del Perú S.A.A.
Teléfono: 064-232232

- ✓ Sr. Omar Rojas Vargas, R.G. Telefonica del Perú S.A.A.
Teléfono: 064-214838

II) INFORME DE SUFICIENCIA

EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN: CASO PERUANO

(1990- - 2003)

I. INTRODUCCION

II. EVOLUCION DE LA POLITICA MONETARIA

2.1 Breve reseña histórica.

2.2 Metas de Inflación con Intermediación financiera y dolarización.

2.3 La meta monetaria intermedia y el régimen de flotación.

III. EL DISEÑO DE LA POLITICA MONETARIA 1991 - 2003

3.1 Diseño de la política monetaria.

3.2 Reducción gradual de la tasa de inflación.

3.3 Implementando el ancla monetaria.

3.4 Etapa 1: Eliminación de las altas tasas de inflación (1991 –1993).

3.5 Etapa 2: Hacia una tasa de inflación de un dígito (1994 –1997).

3.6 Etapa 3: Hacia una tasa de inflación de nivel internacional (desde 1998-2001).

3.7 Etapa 4: De metas de Inflación a Meta Explícita de Inflación (2002-2003).

IV. ANALISIS DE LAS METAS DE INFLACION EN PERU

4.1 Las bondades del esquema de Meta Explícita de Inflación.

4.2 ¿Debe ser la estabilidad del precio el objetivo más importante?

4.3 ¿Cual es el valor numérico de la meta de inflación?

4.4 La Inflación como medida.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

I. INTRODUCCION

El presente documento, está comprendido en la revisión de las Políticas Monetarias, vinculadas al régimen de metas monetarias que se ha seguido en Perú durante los últimos años y evalúa los escenarios y condiciones cambiantes para adecuarse a un diseño de Política Monetaria con un esquema de meta explícita de Inflación. El contexto histórico se puede segmentar en tres escenarios marcadamente distintos, el primero un escenario de persistente incremento de la tasa de inflación (1975-1990), que derivó a un segundo de un proceso hiperinflacionario (1988-1990); y el tercer escenario un proceso de desinflación, que trata de corregir todos los errores incurridos en políticas monetarias precedentes a este periodo. Se trata de llegar a un contexto donde la confianza y expectativas por la moneda nacional, tengan una relación de confiabilidad, donde la moneda nacional prevalezca como medio de pago en la mayoría de precios, a pesar de la dolarización parcial que existe en un escenario como el nuestro. Asimismo se profundiza el tercer escenario, donde la tasa de inflación anual alcanzo, en 1990, una tasa anual de inflación de 7 650 por ciento y a partir de hay el Banco Central de Reserva del Perú tiene un rol fundamental para obtener resultados favorables y poder controlar la inflación. es necesario indicar que la autonomía que se le da al BCRP a partir de la Ley Orgánica de 1992, hacen posible llevar a cabo estos cambios acompañados de resultados favorables en términos de indicadores macroeconómicos.

Como consecuencia de los factores que regia el régimen de la Política Monetaria, se tuvo que seguir con un esquema gradual debido a la poca credibilidad del Banco Central en ese tiempo

y la alta distorsión de los precios relativos. Así, la tasa de inflación se redujo de 765 por ciento en 1990 a 10,2 por ciento en 1995, y a 1,52 por ciento en el 2002.

El resto de este documento está organizado como sigue. En el capítulo II, se describe y se analiza la evolución de la Política Monetaria a través de una breve reseña histórica, el desarrollo de la intermediación financiera y el proceso de dolarización. En el capítulo III se describe los últimos trece años del manejo de política monetaria, mientras que en el capítulo IV se analiza las Políticas Monetarias llevadas a cabo en el Perú en la última década. En el capítulo V se presentan algunas conclusiones.

II. EVOLUCION DE LA POLITICA MONETARIA

2.1 BREVE RESEÑA HISTÓRICA

El Banco Central de Reserva del Perú se fundó en 1922. Desde su fundación, los períodos con régimen de tipo de cambio fijo han predominado, asimismo, se han dado casos de políticas fiscales expansivas acompañadas por políticas monetarias acomodadizas mediante créditos del banco central al sector público.

Como resultado de estas políticas expansivas se han dado escenarios de alta variación del PBI, donde los períodos de auge se han caracterizado por la pérdida de reservas internacionales y los períodos de recesión han estado asociados a crisis de balanza de pagos que surgían cuando el Banco Central no podía seguir manteniendo el tipo de cambio fijo, más o menos pronunciado dependiendo de la presencia de choques externos, como el Fenómeno de El Niño.

En términos del historial inflacionario podemos distinguir tres períodos:

- (i) antes de 1975, con una tasa de inflación promedio de aproximadamente 7 por ciento (las tasas de inflación fluctuaron entre -7 por ciento y 31 por ciento);
- (ii) altas tasas de inflación e hiperinflación (1975-1990)
- (iii) desde 1991, el proceso de desinflación gradual, con el objetivo explícito de alcanzar tasas de inflación internacionales (1.5 por ciento a 3.0 por ciento).

Desde 1975 hubo una clara tendencia creciente de la tasa de inflación aumentando, de 24 por ciento en 1975 hasta 61 por ciento en 1980, y hasta desembocar en un proceso hiperinflacionario. Desde 1983, cuando el pago de la deuda externa fue restringido, el acceso del gobierno al financiamiento externo fue casi nulo y la presión de créditos del Banco Central se incrementaron, presiones para expandir la emisión primaria aumentaron a partir de 1985 en un escenario en donde el Banco Central subsidió los créditos otorgados a la banca de fomento e implementó un régimen de tipo de cambio fijo diferenciado para cubrir las exportaciones y subsidiar las importaciones básicas a través del diferencial del tipo del cambio (Dólar MUC). Este diferencial cambiario, generó costos para el gobierno, porque el BCRP compraba dólares a los exportadores a un tipo de cambio mayor al que vendía moneda extranjera para importar, consecuencia lógica fue la expansión de la emisión primaria.

Otros factores que determinaron un proceso hiperinflacionario fueron: fuerte intervención del sector público en la economía, como consecuencia de elevados déficits fiscales que eran financiados por el BCRP a través de emisión primaria y barreras al comercio internacional, como consecuencia del no pago de la deuda externa, que afectaron el crecimiento del PBI.

Adicionalmente se puede añadir que existía una contracción considerable de la inversión privada por la mayor incertidumbre que enfrentaban los agentes económicos, lo cual tuvo consecuencias sobre la tasa de crecimiento de la actividad; cabe mencionar que la fuente del alto crecimiento de la base monetaria (1 286 por ciento como promedio entre 1988-1990) fueron los créditos del Banco Central al gobierno y a la banca de fomento, así como las pérdidas por diferencial cambiario, pérdidas que son equivalentes al 3,6 por ciento del PBI en

1988 y a 0,4 por ciento en 1989, mientras que las pérdidas por créditos a la banca de fomento se calculan en 1,9 por ciento del PBI en 1988 y 2,3 por ciento en 1989¹.

Tomando como precedente una economía hiperinflacionaria, se crea La Ley Orgánica del BCRP (1992) que prohíbe financiar al sector público, con lo que se obtuvieron mejores resultados en términos de inflación y crecimiento del PBI, asimismo la Constitución del Perú (1993) establece que la política monetaria tiene el objetivo único de preservar la estabilidad monetaria. La anterior Ley Orgánica consideraba dos objetivos adicionales: promover el crecimiento del producto, el ingreso y el empleo, y fomentar el desarrollo de un sistema financiero sólido. La Constitución de 1979 no contenía un objetivo específico para el BCRP, pero una de las funciones consideradas era el logro de la estabilidad monetaria. La experiencia de inflación alta caracterizada por tasas por encima del 20 por ciento anuales desde 1975 y el traumático periodo 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 en 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.

De acuerdo con la Constitución de 1993, el BCRP es independiente, y es regido por un Directorio compuesto por siete miembros que no representan ningún interés particular, y no pueden ser destituidos a menos que aprueben las siguientes políticas: proveer financiamiento directo o indirecto al sector público, otorgar crédito a sectores o regiones específicos, e

¹ Choy y Dancuart (1991)

introducir regímenes de tipo de cambio múltiple. El periodo del Directorio coincide con el del gobierno, lo cual implica una menor autonomía en comparación con un esquema de renovación parcial. Asimismo, el BCRP es independiente para fijar su objetivo y manejar sus instrumentos.

2.2 METAS DE INFLACIÓN CON INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y DOLARIZACIÓN

La persistencia de altas tasas de inflación reduce la intermediación financiera cuando no hay mecanismos para proteger los activos financieros contra la inflación. Usualmente hay dos caminos para hacer esto: activos denominados en dólares o activos indexados al nivel general de precios. Un grupo de países, dentro de los cuales se incluyen Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay, emplearon el primero como medio de cobertura, mientras que países como Brasil y Chile usaron más el segundo. Antes del período de alta inflación (1975-1990), el coeficiente de dolarización (participación de los depósitos en moneda extranjera dentro del total de obligaciones del sistema financiero con el sector privado) de la economía era aproximadamente 13 por ciento, lo que reflejaba un diferencial de tasas de inflación entre la peruana (la tasa promedio fue de 7 por ciento entre 1922 y 1975) y la de los Estados Unidos (2 por ciento como promedio entre 1922 y 1975). Con el período de alta inflación que empezó en 1975, el tamaño del sistema financiero empezó a decrecer desde un nivel de 19 por ciento del PBI en 1973 a 13 por ciento en 1978, y hasta 5 por ciento del PBI en 1990. En donde una profunda pérdida de confianza de mantener los depósitos en moneda extranjera, así como un proceso de hiperinflación, conlleva un marcado declive de la intermediación financiera.

Durante el proceso de hiperinflación, el coeficiente de dolarización se incrementó rápidamente, en particular la definición amplia del coeficiente la cual incluye los depósitos en dólares de los residentes en bancos del exterior (de 36 por ciento en 1986 a 76 por ciento en 1990), lo que refleja un proceso de salida de capitales. Así, el más alto coeficiente de dolarización de los ahorros financieros (definición amplia) se alcanzó en 1990 (76 por ciento), observándose que el uso de dólares como medio de transacción hacia fines de la década de los 90 debido a la hiperinflación.

Asimismo, "...permitir depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero doméstico aumenta las oportunidades de reintermediación en economías que han sufrido períodos de muy alta inflación e inestabilidad macroeconómica, períodos en los que los agentes pueden haberse resistido a mantener depósitos en el sistema financiero". Este es el caso del Perú en 1991.²

Al inicio del período de desinflación (1991), hubo una profunda liberalización del sistema financiero y de la economía en general, lo que permitió la libre movilidad de capitales y libertad para mantener activos financieros en moneda extranjera. Este nuevo régimen alentó el retorno de capitales de peruanos en bancos del exterior. Como resultado de ello, se registró una importante recuperación del crédito del sistema bancario al sector privado (de 3 por ciento del PBI en 1990 a 8 por ciento del PBI en 1993). Debido al historial hiperinflacionario y dado que aún se registraban tasa de inflación elevada (1991: 139 por ciento; 1992: 57 por ciento; 1993: 40 por ciento) no se registró un cambio significativo en el coeficiente de dolarización (definición aumentada) en ese período.

² Baliño, Bennett y Borensztein (1999)

2.3 LA META MONETARIA INTERMEDIA Y EL RÉGIMEN DE FLOTACIÓN

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 Quispe Misaico, Zenon (2001) hubo 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 llevados a cabo desde 1988, considerando el hecho de que uno de los aspectos básicos del programa económico del Presidente A. García fue el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. En segundo lugar, en varias experiencias hiperinflacionarias se logró una estabilización de precios casi instantánea y sin mucho sacrificio mediante una fijación creíble del tipo de cambio, dado que los precios seguían la misma senda explosiva que el tipo de cambio.³ Sin embargo, en el Perú las grandes distorsiones de precios y la inflación reprimida generaron una tasa de inflación de 397 por ciento en agosto de 1990.

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». Se anunció que la emisión primaria sería controlada estrictamente, pero no fue sino hasta enero de 1991 que el BCRP inició el uso de metas mensuales para la emisión primaria.

³ Sargent (1986)

La importancia de las operaciones en moneda extranjera del BCRP ha disminuido en los últimos 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 tuvo lugar el 3 de marzo del año 2000. Estas operaciones siempre han estado limitadas por la meta monetaria, y han involucrado cantidades en vez de metas de tipo de cambio. Sin embargo, la participación del BCRP en el mercado de moneda extranjera tendía a ser tomada como una política implícita de tipo de cambio, lo cual oscurecía la orientación de la política monetaria.

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. El Cuadro I muestra el cálculo ex post de los determinantes de la meta para la emisión primaria en el periodo 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 I

Cuadro 5					
Determinantes de la tasa de crecimiento de la emisión primaria					
	PBI nominal PxQ	Velocidad V	Oferta monetaria M3	Multiplicador m	Emisión primaria H
1994	42,3	-18,2	74,1	23,0	39,3
1995	22,5	-16,7	47,0	4,5	40,7
1996	13,3	2,1	24,7	8,2	15,8
1997	14,9	-8,6	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*	4,0	4,4	5,0	1,5	3,5

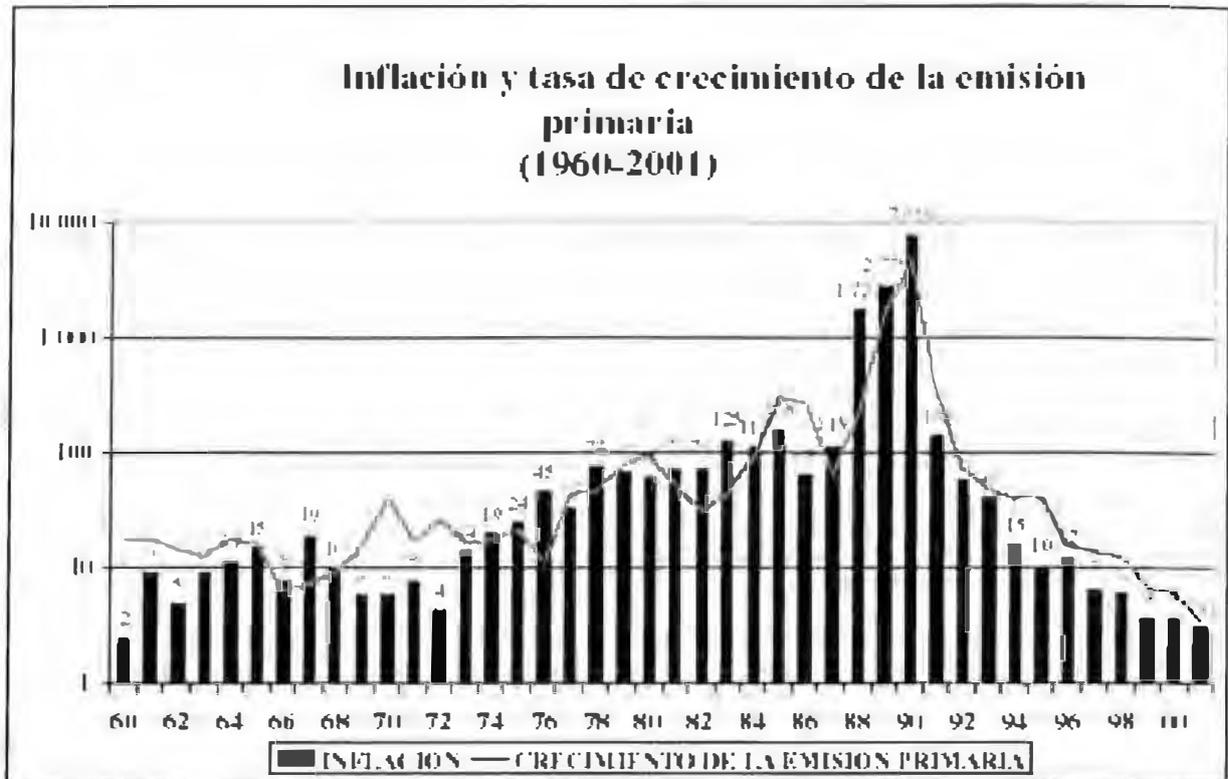
* Proyección

Fuente BCRP

El Gráfico 1 muestra la estrecha relación entre la inflación y la tasa de crecimiento de la emisión primaria en 1960-2001. La dirección de la causalidad, 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. Como en estudios previos⁴, la tabla muestra también que las definiciones menos restringidas de los agregados monetarios están menos asociadas a la inflación.

⁴ Quispe (2000)

Gráfico 1



Fuente: BCRP

III. EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA 1991 - 2003

El diseño e implementación de la política monetaria en el Perú en el periodo 1991–2001 están basados sobre el control de los agregados monetarios, particularmente el crecimiento del saldo promedio de emisión primaria (la meta intermedia); asimismo para el año 2002 se cambia la Política Monetaria y se adopta un esquema de **Meta Explícita de Inflación**, en el cual las decisiones sobre la meta operativa de la política monetaria se sustentarán en la evaluación integral de los determinantes de la inflación, para lo cual se considerará encuestas de expectativas de inflación, el incremento de agregados monetarios, la evolución de la actividad económica y el tipo de cambio, principalmente. Durante los últimos años se ha producido una evolución en el diseño de la política monetaria en términos de transparencia, metas operativas e instrumentos monetarios. Sin embargo, en todo este período, se ha mantenido el esquema de control cuantitativo de la liquidez en soles, lo que permite que el tipo de cambio y tasas de interés se determinen por las condiciones del mercado. Para controlar la emisión primaria, el Banco Central de Reserva ejecuta sus operaciones monetarias para alcanzar diariamente el saldo de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCRP (la meta operativa).

3.1 DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA.

Para frenar el proceso hiperinflacionario, el BCRP tuvo que optar por un régimen cambiario y una meta intermedia para su política monetaria. La elección de fijar el tipo de cambio presentaba tres claros inconvenientes. Primero, no había reservas internacionales netas que pudieran respaldar tal régimen. Segundo, dicho régimen carecía de credibilidad debido a las

fallas previas en los programas de estabilización. Tercero, una importante distorsión de los precios relativos y una inflación alta conllevaban dificultades técnicas para la elección de un adecuado nivel para la fijación del tipo de cambio nominal. Por tanto, se eligió el régimen de tipo de cambio flexible. Como complemento de la disciplina fiscal, el Banco Central suspendió los créditos al sector público y la demanda de dinero se pudo satisfacer comprando dólares en el mercado con lo cual empezaron a recuperarse las reservas internacionales.

Por otro lado, eligiendo a la emisión primaria como ancla nominal, se tenía algunas ventajas. Primero, la elevada tasa de inflación fue correctamente comprendida por el público como un fenómeno de excesiva creación de medios de pago (popularmente llamada "maquinita" o creación "inorgánica" de dinero). Esto permitió que sea relativamente fácil explicar al público que controlando el crecimiento de la emisión primaria se podía controlar también la inflación. Segundo, una meta de tasa de interés no era una opción debido a las altas tasas de inflación, lo que dificultaba la interpretación de la política monetaria debido a que no se podía establecer si la tasa nominal de interés reflejaba una determinada posición del banco central (restrictiva o expansiva) o las expectativas de inflación.

Después de haberse registrado una significativa diferencia entre las tasas de inflación y los niveles objetivos anunciados en las Cartas de Intención firmadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde 1991, en 1994 se decidió el anuncio de rangos objetivo de inflación. Anteriormente, 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, mientras el objetivo fue reducir la inflación a 27 por ciento, el resultado fue 39,5 por ciento.

Adicionalmente, desde el año 2000 el BCRP ha publicado su Programa Monetario Anual, un reporte que contiene el objetivo de inflación, las principales metas monetarias y las proyecciones macroeconómicas del BCRP. Este procedimiento de anuncio tiene la ventaja de tener lugar al comienzo del año y de ser realizado por el BCRP, el cual asume la responsabilidad de lograr un nivel bajo de inflación.

El Cuadro II muestra que la tasa de inflación, medida por el IPC, ha estado debajo del rango objetivo entre 1997 – 1999 y el 2001, lo cual es aceptable puesto que la meta de largo plazo es planteada como el logro de una tasa de inflación similar a la de las economías industrializadas. Desde 1994, el Banco Central comenzó a anunciar el rango objetivo para la tasa de inflación en el año corriente. Como resultado, se dio una mejora en el cumplimiento de las metas.(Véase Graf. 2)

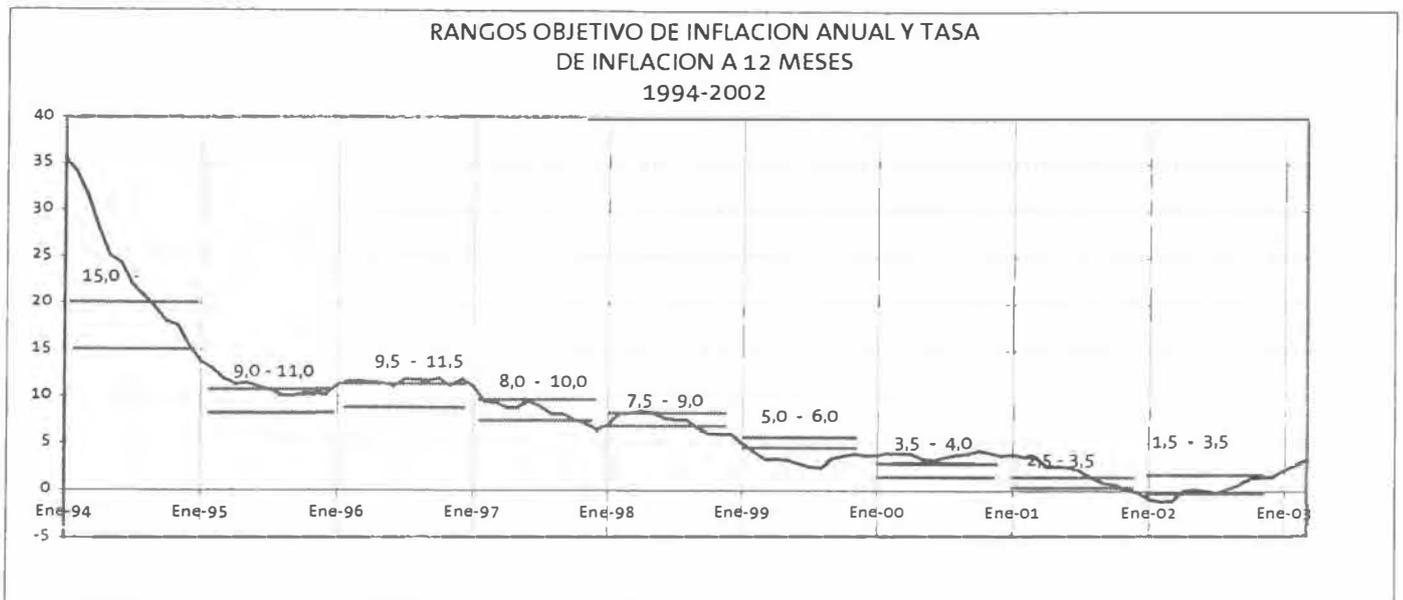
Cuadro II

Inflación acumulada: rangos objetivos y ejecución
(Variaciones porcentuales)

	Rango Objetivo anunciado	EJECUCION	
		IPC	Subyacente 1/
1994	15,0 - 20,0	15,4	18,8
1995	9,0 - 11,0	10,2	11,1
1996	9,5 - 11,5	11,8	10,6
1997	8,0 - 10,0	6,5	7,4
1998	7,5 - 9,0	6,0	7,8
1999	5,0 - 6,0	3,7	4,6
2000	3,5 - 4,0	3,7	3,2
2001	2,5 - 3,5	-0,1	0,7
2002	1,5 - 3,5	1,5	1,7
2003	1,5 - 3,5	---	---

1/ Medida de tendencia inflacionaria calculada usando los componentes menos volatiles de la canasta del índice de Precios al Consumidor.

Gráfico 2



3.2 REDUCCIÓN GRADUAL DE LA TASA DE INFLACIÓN

La estrategia de política monetaria fue reducir la tasa de inflación gradualmente debido a la poca credibilidad del Banco Central y a la alta distorsión de los precios relativos en esa época. Bajo esta estrategia, la tasa de inflación se redujo de 7 650 por ciento en 1990 a 10,2 por ciento en 1995, -0,1 por ciento en el 2001 y a 1,52 por ciento en el 2002. El resultado deflacionario del año 2001 se explica por la caída de la demanda interna en 1,2%, la reducción del tipo de cambio en 2,4% y por la caída de los precios internacionales del combustible en 34%. Este gradualismo para reducir la tasa de inflación minimizó los costos de la desinflación y, al mismo tiempo, hizo posible incrementar la credibilidad del banco central en su compromiso de controlar la inflación. Estos resultados señalarían que el programa de estabilización tenía un grado de credibilidad que se fue incrementando con el tiempo, para contrarrestar la deflación se tomaron decisiones monetarias que permitieron que

las tasas de interés del mercado interbancario bajen desde 8,4 por ciento en julio del 2001 a 3,1 por ciento en diciembre de dicho año.

La tasa de inflación anual se ha ubicado dentro del rango objetivo cuatro veces (1994, 1995, 2000 y 2002); también ha estado por debajo del rango cuatro veces (de 1997 a 1999 y 2001); y por encima en 1996. Para el 2003, el rango objetivo se ha establecido en 2,5 por ciento con un margen de un punto porcentual hacia arriba o hacia abajo.

3.3 IMPLEMENTANDO EL ANCLA MONETARIA

Como hemos visto previamente, el BCRP siguió hasta 1990 una política monetaria pasiva en el sentido que la creación de base monetaria fue endógena en dos sentidos: primero, porque las operaciones cambiarias estaban sujetas a un tipo de cambio fijo; y segundo, porque el BCRP otorgaba créditos al gobierno y a la banca de fomento. El único mecanismo aplicado por el BCRP para compensar (sin éxito) la expansión monetaria fue incrementar los requerimientos de encaje en moneda nacional 80 por ciento para julio de 1990. Cuando el programa de estabilización empezó en agosto de 1990 para detener la hiperinflación, el primer paso fue abandonar el tipo de cambio fijo e implementar un régimen de flotación cambiaria. El segundo paso tomó algún tiempo y consistió en eliminar las fuentes de expansión de los activos domésticos del BCRP, lo cual implicaba cortar el financiamiento al gobierno y a la banca de fomento. Por esta razón, el ancla de base monetaria comenzó en 1991. A inicios de cada año se diseña un Programa Monetario sobre un escenario macroeconómico que incluye un rango meta para la tasa de inflación. Así el crecimiento de la base monetaria era la meta

intermedia de la política monetaria. La evolución del régimen de metas monetarias puede dividirse en tres etapas:

(i) eliminación de las altas tasas de inflación (1991-1993)

(ii) hacia una tasa de inflación de un dígito (1994-1997)

(iii) hacia una tasa de inflación de niveles internacionales.

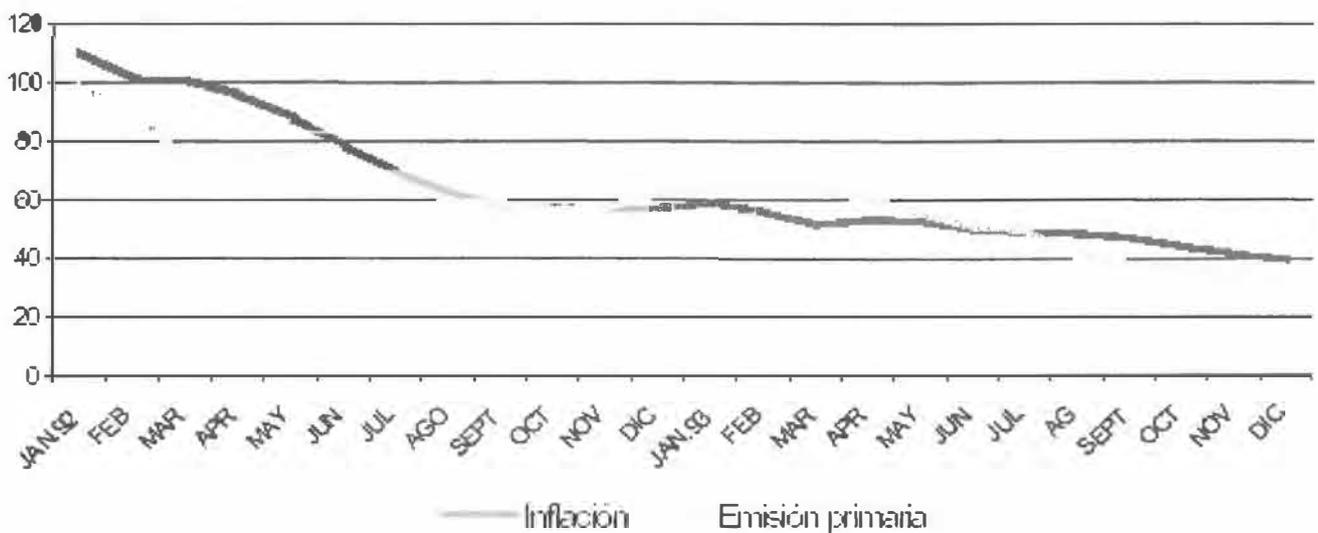
3.4 PASO 1: ELIMINACIÓN DE LAS ALTAS TASAS DE INFLACIÓN (1991 –1993)

Entre agosto de 1990 y diciembre de 1991, todos los controles de tipo de cambio fueron eliminados, se estableció la libertad plena de conversión de moneda extranjera y se liberalizaron las balanzas en cuenta corriente y financiera de la balanza de pagos. La recuperación de la actividad económica fue modesta el primer año del proceso de estabilización (2.2 por ciento), empeorando en 1992 (-0.4 por ciento) como consecuencia de problemas políticos internos y la caída de los términos de intercambio. Pero en 1993, la economía empezó a recuperarse fuertemente, lo cual continuó en los dos años siguientes. La condición para poder controlar la expansión de la base monetaria fue eliminar todas las fuentes de presión sobre la creación de emisión primaria, en particular la expansión de los activos domésticos del BCRP. Esta condición se cumplió plenamente debido a la política fiscal que apuntaba a la reducción del déficit fiscal y cuasi fiscal para poder frenar los financiamientos desde el Banco Central. Así, el déficit fiscal se redujo desde un promedio de 8 por ciento del PBI durante el período de hiperinflación a cerca del 3 por ciento del PBI durante 1991-1993.

En los programas monetarios de esos años, se estableció la meta de crecimiento para la base monetaria basado sobre las variaciones porcentuales del saldo a fines de cada mes. No había compromiso público con algún rango para la tasa de inflación ni crecimiento de la base monetaria. La comunicación se centraba en el objetivo de controlar la alta inflación a través del control de la expansión monetaria. Este comportamiento cauteloso en cuanto a compromisos cuantitativos específicos se justifica por la poca credibilidad que en ese tiempo gozaba el BCRP⁵. (Véase Graf. 3)

Gráfico 3

Inflación y crecimiento de la emisión primaria: 1992-1993



Fuente: BCRP

⁵ De hecho, la mayoría de los programas económicos acordados con el FMI establecieron metas de crecimiento nulo para los activos domésticos netos del BCRP.

3.5 ETAPA 2: HACIA UNA TASA DE INFLACIÓN DE UN DÍGITO (1994 –1997)

Este período se caracterizó por un fuerte crecimiento económico y la alta variabilidad del PBI. Como consecuencia, hubo una modificación clara en la posición de la política monetaria para eliminar potenciales presiones inflacionarias y garantizar la viabilidad de la balanza de pagos. En 1994, el crecimiento del producto fue 12.8 por ciento, liderado por la inversión privada (39,3 por ciento) y las exportaciones (19,4 por ciento), mientras que la inflación cayó de 39,5 por ciento en 1993 a 15,4 por ciento. El déficit fiscal, por otro lado, declinó de 3,1 por ciento del PBI en 1993 a 2,8 por ciento del PBI en 1994, y las reservas internacionales netas se incrementaron de US\$2 700 millones a US\$ 5 700 millones.

El dinamismo de la economía peruana produjo un importante influjo de capitales que presionaron al tipo de cambio a la baja en 1994. Parte de estos influjos se esterilizaron con los requerimientos de encaje del Banco Central en moneda extranjera (US\$ 600 millones en 1994), los mayores depósitos en moneda extranjera del sector público en el BCRP producto de las privatizaciones (US\$1 600 millones en 1994), y por las compras de dólares por el BCRP (US\$ 593 millones). Una parte de las intervenciones cambiarias se esterilizó mediante operaciones de mercado abierto con valores emitidos por el Banco Central (CDBCRP) que ascendían a S/. 338 millones (equivalentes a US\$ 155 millones). La fuerte reducción de la tasa de inflación y la presión hacia abajo sobre el tipo de cambio real incentivaron la recuperación de la demanda por dinero en moneda nacional. El crecimiento de la base monetaria fue mucho mayor que el crecimiento del PBI nominal, en contraste con la evolución de años anteriores.

La economía peruana no se vio contagiada por el llamado Efecto Tequila en México. Sin embargo, al mismo tiempo, la posición fiscal se debilitó debido a conflictos externos y elecciones presidenciales que se realizaron en el primer trimestre de 1995. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el primer trimestre de 1995 fue 6,9 por ciento del PBI (5,7 por ciento del PBI en 1994). Para prevenir las presiones inflacionarias y poder mantener una posición externa sostenible en un contexto de expansión fiscal, se contrajo la posición de la política monetaria durante 1995.

Hacia setiembre de 1995, el crecimiento de la actividad económica claramente se había desacelerado. El crecimiento del PBI real se redujo de 12,8 por ciento en 1994 a 8,6 por ciento en 1995, y a 2,5 por ciento en 1996. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos cayó de 7,7 por ciento en 1995 a 6,2 por ciento en 1996. Durante este último año, la política fiscal más restrictiva permitió flexibilizar la posición de la política monetaria. Los mayores depósitos del sector público en moneda nacional en el Banco Central permitieron una reducción de la tasa de interés de los CDBCRP al reducirse el saldo de dichos valores. La disciplina fiscal produjo una reducción en el déficit fiscal de 3,1 por ciento a 1,0 por ciento del PBI entre 1995 y 1996.

En 1997, el crecimiento del producto volvió a mejorar (6,7 por ciento), junto con las cuentas fiscales y externas. Así, se registró un superávit fiscal de 0,2 por ciento del PBI y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo a 5,2 por ciento del PBI, mientras que las reservas internacionales netas alcanzaron los US\$ 10 200 millones.

Con respecto al diseño de la política monetaria durante este período, el Banco Central comenzó a anunciar la meta de inflación para el año y a mejorar el manejo diario de la liquidez. Según se muestra en el gráfico 4:

Gráfico 4



Fuente: BCRP

Las metas intermedia y operativa se mantuvieron como procedimientos internos del manejo monetario sin ser previamente anunciados. En este período se registró una alta variabilidad en el crecimiento del saldo de base monetaria, en parte debido a los cambios en la posición de la política monetaria antes descritos y al efecto contractivo sobre la demanda por circulante producto de las innovaciones financieras observadas (mayor uso de tarjetas de crédito y débito) durante 1996. De ahí que, para alcanzar la meta de inflación, las metas intermedia y operativa debían modificarse continuamente y de manera consistente con ella. El Banco Central continuó durante este período con las compras de moneda extranjera como principal fuente de creación de emisión primaria, de acuerdo con lo establecido en el Programa

Monetario. En el contexto de presiones sobre el tipo de cambio hacia una apreciación, las compras adicionales de moneda extranjera eran esterilizadas con subastas de CDBCRP. Al cierre de 1997, el saldo de CDBCRP ascendió a S/. 645 millones (US\$ 237 millones). Durante el boom de flujos de capitales (1991-1997) hacia los mercados emergentes, el BCRP acumuló un nivel significativo de reservas internacionales netas (US\$ 10 200 millones). Esto fue posible porque se realizaron compras de moneda extranjera (en concordancia con la demanda por base monetaria), incrementos de los depósitos en moneda extranjera de las instituciones financieras en el BCRP (como parte de los requerimientos de encaje), y mayores depósitos en moneda extranjera del sector público (provenientes de la privatización)

3.6 ETAPA 3: HACIA UNA TASA DE INFLACIÓN DE NIVEL INTERNACIONAL (DESDE 1998-2001)

Desde 1998, la economía de Perú ha sufrido severos choques negativos, los cuales han reducido el crecimiento de la actividad económica: -0,4 por ciento en 1998; 1,4 por ciento en 1999; 3,6 por ciento en 2000. En 1998 se produjo un choque de oferta negativo (Fenómeno de El Niño), el cual causó daños severos en la infraestructura del país, como también una drástica reducción de las exportaciones de materias primas. Los términos de intercambio cayeron 13,8 por ciento en 1998 y 6.6 por ciento en 1999, y se dio una significativa salida de capitales producto del contagio por la declaración de moratoria de los rusos en agosto de 1998. Adicionalmente, la crisis política de 2000 dañó la confianza en la economía y pospuso la recuperación de la actividad económica. La posición fiscal volvió a debilitarse como resultado de un bajo crecimiento económico luego de haberse alcanzado un superávit fiscal en 1997

(0,2 por ciento del PBI). El déficit fiscal se ubicó en 0,8 por ciento del PBI en 1998, y creció a 3,1 por ciento del PBI en 1999 y a 3,0 por ciento del PBI en 2000.

En este escenario, la respuesta del Banco Central fue mantener un cauteloso control monetario para poder alcanzar las metas de inflación anunciadas, o al menos evitar exceder el límite superior del rango anunciado. Dado que se produjeron importantes choques negativos sobre la balanza de pagos, el tipo de cambio real se depreció 12,6 por ciento en 1998 y 4,0 por ciento en 1999. En períodos particulares de incertidumbre durante los últimos tres años (por ejemplo setiembre de 1998, enero de 1999 o setiembre de 2000), hubo presiones hacia una depreciación del tipo de cambio nominal y a incrementos de la tasa de interés interbancaria en moneda nacional.

Las intervenciones en el mercado cambiario en posición vendedora fueron ocasionales (durante setiembre de 1998 y diciembre de 1999), y esto se dio con el propósito de reducir la volatilidad del tipo de cambio. La Memoria Anual de 1999 señala que las intervenciones cambiarias por parte del Banco Central siguieron esta línea: Durante 1999 se produjeron períodos de alta volatilidad en el mercado cambiario, los que se caracterizaron por una elevación abrupta en el tipo de cambio que hubiera sido mayor si el banco central no intervenía oportunamente para que los mercados volvieran a operar normalmente. ² El Banco Central no se preocupaba por el nivel del tipo de cambio, pero sí por su variabilidad. Esta preocupación explicó parte de la variabilidad de la meta operativa durante 1998 y 1999.

En diciembre de 1997, la tasa media de encaje se ubicaba en 44 por ciento de los depósitos en moneda extranjera. Esta tasa se redujo a 34 por ciento en diciembre de 2000. Con respecto al diseño de la política monetaria, se dieron importantes mejoras en cuanto a la transparencia de la política monetaria. Desde 2000, el Banco Central empezó a publicar los rangos de inflación proyectados en los próximos tres años, mostrando no sólo la meta de inflación de corto plazo (como se había estado haciendo desde 1994), sino también la trayectoria proyectada para alcanzar la meta de inflación de largo plazo.

En segundo lugar, el BCRP empezó a anunciar la meta intermedia para el año en curso, como un rango. En el Programa Monetario, el BCRP explica desde el 2000 los supuestos detrás del crecimiento establecido para la base monetaria, los que incluyen el crecimiento del PBI nominal, la velocidad de circulación y el multiplicador monetario. Revisiones o ratificaciones del Programa Monetario se publicarán dos veces al año, a la luz de la información ejecutada a mayo y setiembre. El anuncio de la meta intermedia se da como una estrategia de comunicación para explicar al público el compromiso del BCRP con la estabilidad de precios, pero no es una regla monetaria estricta. Así, por ejemplo, en el Programa Monetario de 2001 se dice que el control de la base monetaria en 2000 se desarrolló de la siguiente manera: El Programa Monetario del año 2000 previó una tasa de crecimiento promedio anual de la emisión primaria entre 8 y 10 por ciento, compatible con un crecimiento real del PBI de 5,0 por ciento. Hasta setiembre, el ritmo de crecimiento de la meta intermedia estuvo dentro del rango establecido; sin embargo, la desaceleración económica en el último trimestre y la mayor velocidad de circulación originada en el incremento de la incertidumbre, motivó una revisión

hacia abajo en la estimación del crecimiento de la demanda por emisión primaria hasta un nivel de 6 por ciento anual. Según se explica en el siguiente cuadro:

Cuadro III

	Factores	Variación		Comentarios
		Programa	Ejecución	
A	PBI nominal	9,0	7,3	Menor dinamismo de la actividad económica.
B	Velocidad de circulación del dinero	-1,5	1,3	Menor demanda por moneda nacional, por una mayor incertidumbre.
C	Multiplicador bancario	1,5	-0,1	El menor crecimiento del multiplicador se explica por una mayor preferencia por circulante, lo que fue atenuado por una reducción del requerimiento de encaje a partir de setiembre (reducción de la tasa legal de 7 a 6 por ciento).
D	Emisión primaria	9,0	6,0	Tomando en consideración los cambios en la evolución de los determinantes de la demanda por emisión primaria, con respecto a las proyecciones se registró un menor crecimiento de esta variable.

Según la ecuación:

$$1/ D = \frac{\left(1 + \frac{r}{100}\right)}{\left(1 + \frac{R}{100}\right) \left(1 + \frac{C}{100}\right)} - 1$$

El menor crecimiento de la emisión primaria se debió a la mayor preferencia por circulante, parcialmente compensada por la reducción del requerimiento de encaje desde setiembre (reducción de la tasa de encaje legal de 7 a 6 por ciento).

Así, no sólo es importante para ser transparentes anunciar los límites para el crecimiento de la base monetaria, sino que también es necesario hacer explícita la proyección de los componentes empleados para establecer esos límites. En ese sentido, es posible explicar al público las desviaciones de la meta intermedia respecto a la meta inicial como consecuencia de cambios en la demanda por dinero. Hubo varios pasos para mejorar la transparencia de las operaciones monetarias y cambiarias diarias. Durante períodos de alta incertidumbre en los mercados de dinero y cambiario durante los últimos tres años, hubo algunos malentendidos acerca de qué buscaba el BCRP con sus operaciones monetarias y cambiarias.

3.7 ETAPA 4: DE METAS DE INFLACIÓN A META EXPLÍCITA DE INFLACIÓN (2002-2003)

Desde el año 2002, el Banco Central de Reserva del Perú adopta un esquema de **Meta Explícita de Inflación**. Por ello, el Directorio del BCR aprobó una meta de inflación acumulada a diciembre de 2,5 por ciento, con un margen de un punto porcentual hacia arriba

y hacia abajo. Para el cumplimiento de esta meta, todos los meses el Banco aprobaría y difundiría un rango para la liquidez en las cuentas corrientes de la banca en el BCR, así como las tasas de interés de sus operaciones; con lo cual se orientaría la evolución de la tasa de interés interbancaria. Estas decisiones responderían a una evaluación de un conjunto de indicadores de inflación futura, entre los que se cuenta a las encuestas de expectativas, el nivel de actividad productiva, la demanda por los distintos componentes de la liquidez monetaria y el tipo de cambio. De esta manera, el Banco graduaría el volumen de liquidez de la banca para evitar presiones inflacionarias o deflacionarias, promoviendo así un nivel adecuado de actividad económica. Un elemento integral de este esquema consistirá en dar más transparencia a la política monetaria, por lo cual se publico cada cuatro meses, en enero, mayo y setiembre, un informe de la evolución del programa monetario en el que se expondría los desarrollos y perspectivas de la política monetaria.

a. Características del Esquema de Meta Explícita de inflación

Las principales características del esquema de Meta Explícita de Inflación son:

1. Anuncio de una meta de inflación.
11. Contar con autonomía para manejar una meta operativa que el Banco Central modifica discrecionalmente en función de un análisis integral de las previsiones de las fuerzas o presiones que afectan el nivel de precios. Este instrumento puede ser la liquidez en la cuenta corriente de la banca en el BCR o la tasa de interés de corto plazo.

- iii. El manejo de la meta operativa se orienta al logro de la meta de inflación y no de otra variable nominal como podría ser un agregado monetario o el nivel del tipo de cambio. Por ello, este esquema es sólo compatible con la flotación cambiaria.
- iv. Transparencia sobre los objetivos y decisiones Monetarias del Banco Central.

b. Adopción del Esquema de Meta Explícita de Inflación

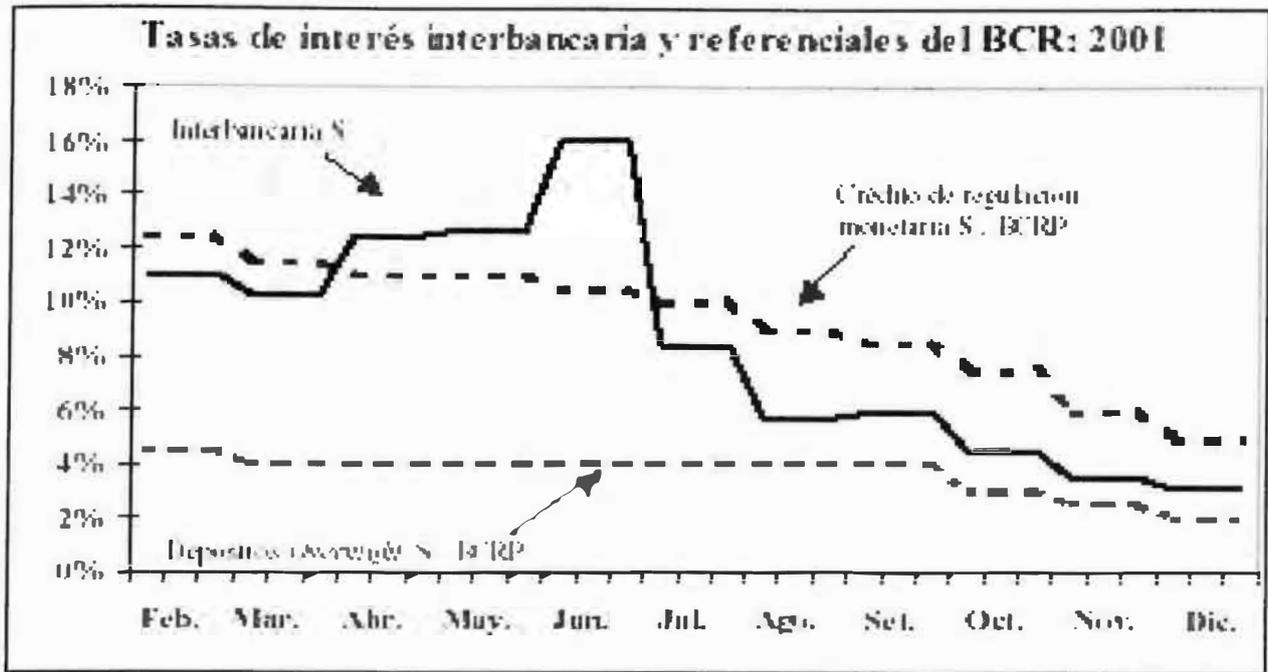
El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó que la política monetaria siga un esquema de Meta Explícita de Inflación, en el cual las decisiones sobre la meta operativa de la política monetaria se sustentarán en la evaluación integral de los determinantes de la inflación, para lo cual se consideraría encuestas de expectativas de inflación, el incremento de agregados monetarios, la evolución de la actividad económica y el tipo de cambio, principalmente. Así por ejemplo, ante una situación de demanda agregada débil que presione a la inflación por debajo del nivel meta, la política monetaria respondería con una postura expansiva; y en caso que condiciones de un crecimiento excesivo del gasto macroeconómico ponga en peligro la meta de inflación, la autoridad monetaria adoptaría una postura contractiva.

Las decisiones de política monetaria orientadas al logro de la meta de inflación se tomarán y difundirán el primer jueves de cada mes. Las mencionadas decisiones se continuarían refiriendo a la meta operativa para el rango del saldo promedio mensual de la liquidez de la banca activa y pasiva de las operaciones del BCR con la banca.

Cabe mencionar que la trayectoria creciente de la meta operativa a partir del segundo semestre del 2001, así como la paulatina reducción de las tasas de interés de referencia para las operaciones monetarias del Banco Central con los bancos, contribuyeron a una disminución continua de la tasa de interés interbancaria en ese período, luego del aumento que experimentara durante el lapso del proceso electoral (Véase Graf. 5). De esta manera, la tendencia de la tasa de interés interbancaria fue decreciente, alcanzando en diciembre un nivel de 3,1 por ciento. En línea con lo anterior, las tasas de interés de préstamos en moneda nacional registraron también una clara tendencia decreciente en el segundo semestre. Para el cumplimiento de los rangos mensuales de liquidez de la banca, el BCR cuenta con instrumentos para inyectar y retirar soles del mercado. Entre los primeros se cuenta a la compra temporal de Certificados de Depósitos del BCR y de moneda extranjera, los créditos por regulación monetaria, y compras de moneda extranjera en el mercado al contado. Entre las operaciones para retirar liquidez se encuentran las subastas de Certificados de Depósitos del BCR, depósitos overnight en el BCR y ventas de moneda extranjera en el mercado al contado.

La difusión a tiempo de las decisiones de política monetaria y de las previsiones que las sustentan favorece que las expectativas de los agentes económicos tomen en cuenta esta información. Por ello, se publicará cada cuatro meses, en los meses de enero, mayo y setiembre, un informe del programa monetario en el que se expondrá los desarrollos y perspectivas del manejo monetario. Asimismo, el primer jueves de cada mes se difundiría una Nota Informativa sobre las decisiones de política monetaria.

Gráfico 5



Fuente: BCRP

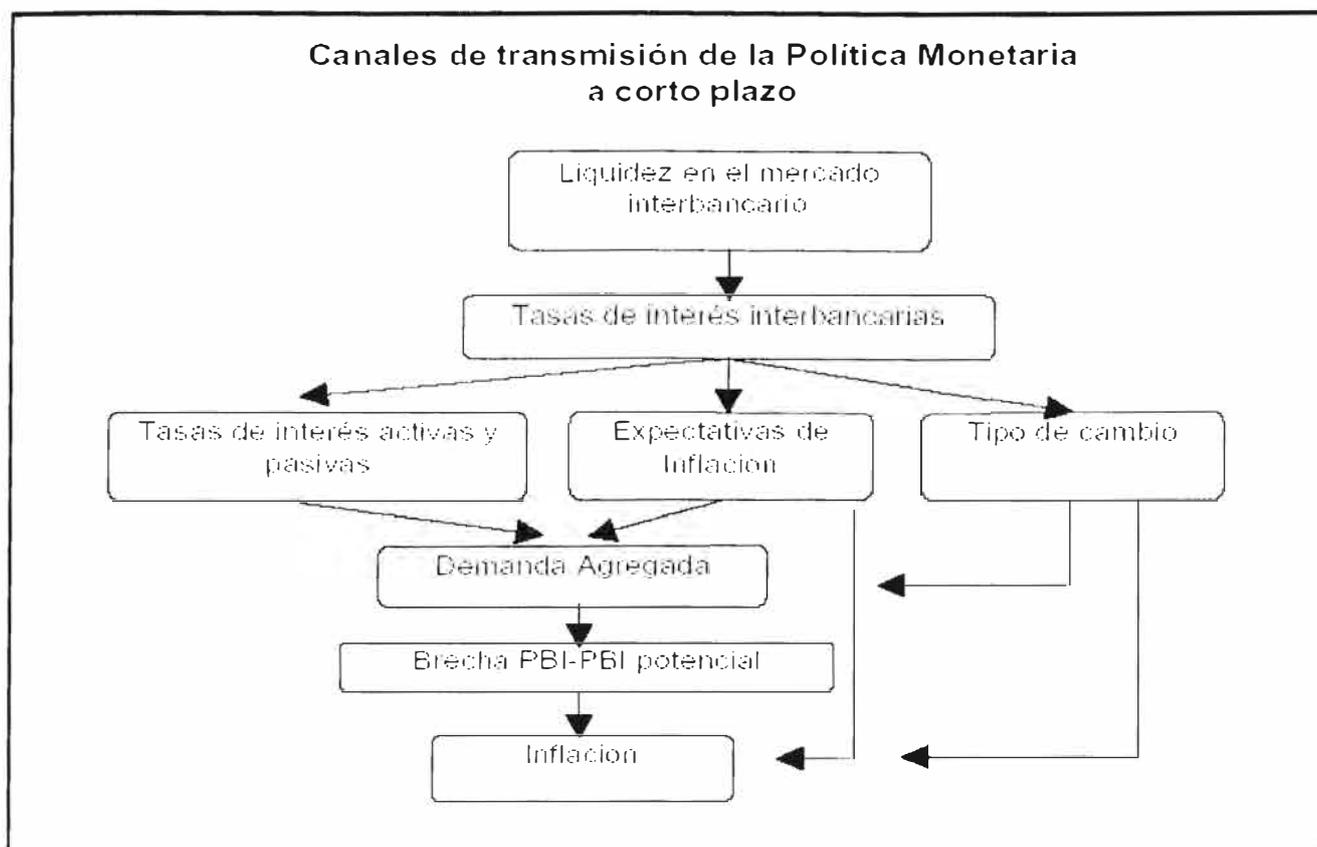
c. Canales de Transmisión de la Política Monetaria

Las operaciones monetarias del Banco Central afectan en el corto plazo a la disponibilidad de liquidez de las empresas bancarias y de esta manera a la tasa de interés de mercado de fondos interbancarios en moneda nacional. La manera como estos cambios afectan al ritmo de actividad y determinan la tasa de inflación es descrita por distintos canales de transmisión:

- El canal de tasas de interés describe como los cambios en las tasas de interés nominales afectan las decisiones de gasto de consumo e inversión del sector privado y por este camino a la demanda de bienes y servicios.

- El canal de expectativas de inflación consiste en el efecto de cambios en estas expectativas en la formación de precios de los agentes económicos y también en los niveles reales de tasas de interés, que son las relevantes para las decisiones de consumo e inversión.
- El canal de tipo de cambio afecta a la demanda agregada en dos sentidos opuestos: de un lado, los cambios que producen en los precios de los exportadores y de los productores para el mercado interno (efecto expansivo); y del otro, el efecto riqueza debido a la dolarización financiera de las deudas privadas (efecto contractivo). Asimismo, existe también un efecto directo de modificaciones en el tipo de cambio sobre la tasa de inflación, por la participación de bienes transables dentro de la canasta de consumo sobre la que se mide el Índice de Precios al Consumidor. (Véase Gráf. 6)

Grafico 6



Fuente: BCRP⁶

d. Inflación en el año 2002

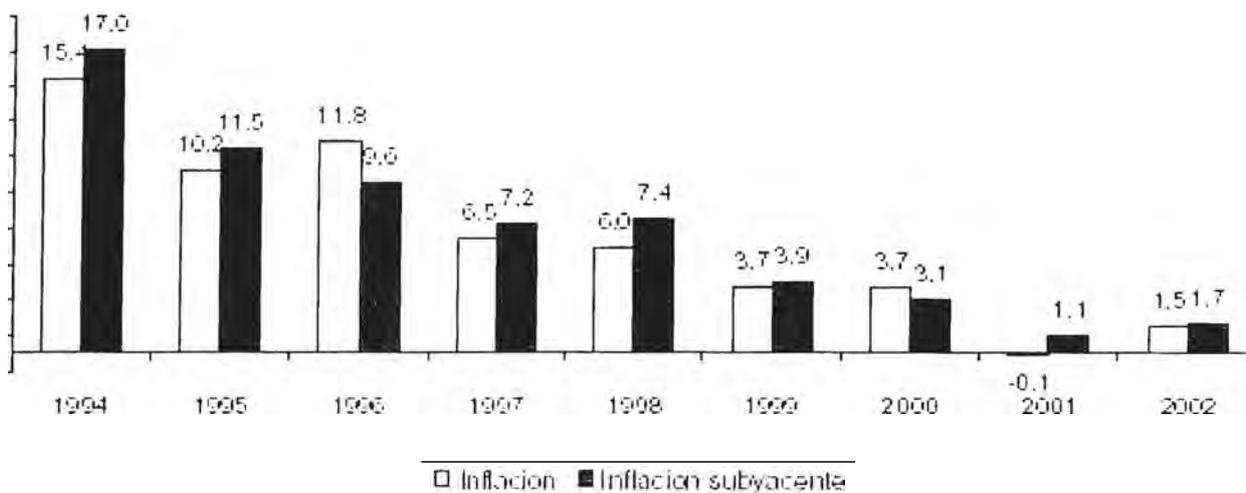
En el 2002, la inflación acumulada, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana, alcanzó una tasa de 1,52 por ciento, revirtiendo el registro negativo del 2001 (-0,13 por ciento). De esta manera, la inflación anual se ubicó en el rango meta establecido por la política monetaria. Por su parte, la tasa de inflación subyacente,

⁶ En el diagrama se ilustra la manera en que mediante el manejo de sus instrumentos de política, el Banco Central afecta la posición de liquidez del sistema bancario y, por consiguiente, el saldo de la cuenta corriente que mantienen los bancos en el BCRP.

indicador que excluye los productos con alta variabilidad en sus precios, fue 1,69 por ciento (1.06 por ciento en el 2001).(Véase Graf. 7)

Gráfico 7

INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación % acumulada)



Fuente: BCRP

Los tres rubros con mayor incremento de precios explican 0,97 puntos porcentuales de la tasa anual de inflación, destacando el efecto de mayores precios internacionales del trigo y del petróleo, los que impactaron en el aumento del precio del pan y combustibles, rubros que contribuyeron con 0,50 y 0,47 puntos porcentuales del incremento del IPC, respectivamente. Por otro lado, los tres rubros que registraron la mayor disminución de precios contribuyeron con -0,63 puntos porcentuales de la variación del IPC, lo cual se explica principalmente por un incremento del volumen de actividad y del rendimiento de la oferta agropecuaria.

- El alza del precio de pan se concentró en setiembre y octubre (18,9 por ciento), lo cual fue revertido parcialmente con una reducción acumulada de 4,5 por ciento en noviembre y diciembre, debido esto último a la reducción de la cotización internacional del trigo en 17.6 por ciento durante este bimestre. Hasta octubre el precio del trigo en los mercados internacionales subió 58 por ciento, debido a sequías en los principales países productores (Australia, Canadá y los Estados Unidos de Norteamérica). (Véase Graf. 8)

Gráfico 8

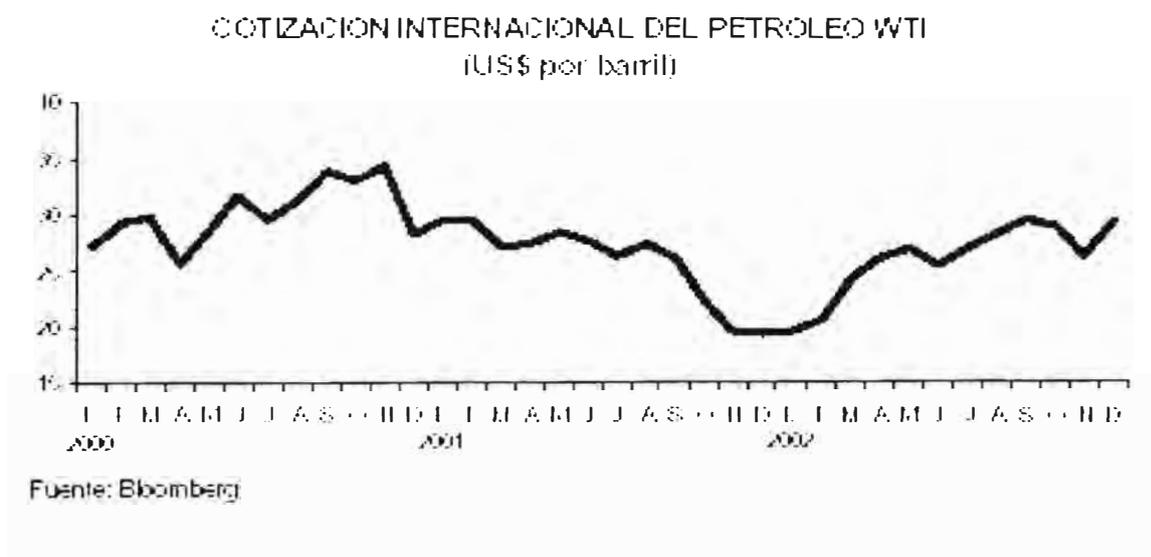
**COTIZACION INTERNACIONAL DEL TRIGO (HRW)
(US\$ por T.M.)**



- Durante el año 2002, el precio de la gasolina aumentó 15,7 por ciento, el del kerosene 20,4 por ciento y el del gas 11,3 por ciento. En este período, el precio internacional del petróleo se elevó 50 por ciento en respuesta a los acuerdos de la OPEP sobre limitación de la oferta de petróleo y, hacia el final del año, por la incertidumbre asociada a un posible conflicto bélico en Irak y las restricciones a la exportación de

crudo desde Venezuela. De esta manera, la cotización West-Texas por barril de crudo alcanzó US\$ 29 en diciembre, frente a US\$ 19 en diciembre de 2001. En la primera quincena de enero, el precio del petróleo ha llegado a US\$ 33 por barril debido al agravamiento de los dos factores antes mencionados, (Véase Graf. 9). Influyeron también en el precio interno de los combustibles los incrementos en el impuesto selectivo al consumo (ISC). Así, el ISC promedio de los combustibles incorporados en el cálculo del IPC pasó de S/. 1,79 por galón en diciembre de 2001 a S/. 2,20 por galón al finalizar el año 2002 (incremento de 23 por ciento).

Gráfico 9

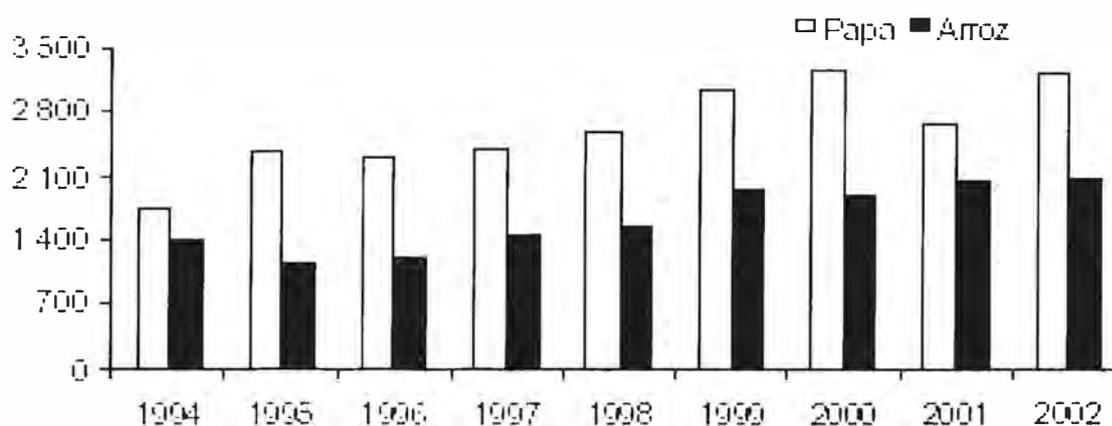


- Las presiones a la baja de los precios de importantes productos agropecuarios como la papa y el arroz se vincula a un incremento en sus áreas sembradas en la campaña agrícola (9,4 y 6,2 por ciento, respectivamente) y, en el caso de la papa, al incremento en el rendimiento, el cual pasó de 12,5 toneladas por hectárea en el 2001 a 13,3

toneladas en el 2002. La mejora en la productividad en la agricultura ocurrió en un contexto de condiciones climáticas favorables. (Véase Graf. 10)

Gráfico 10

VOLUMENES DE PRODUCCIÓN
(Miles de T.M.)



Fuente: Ministerio de Agricultura

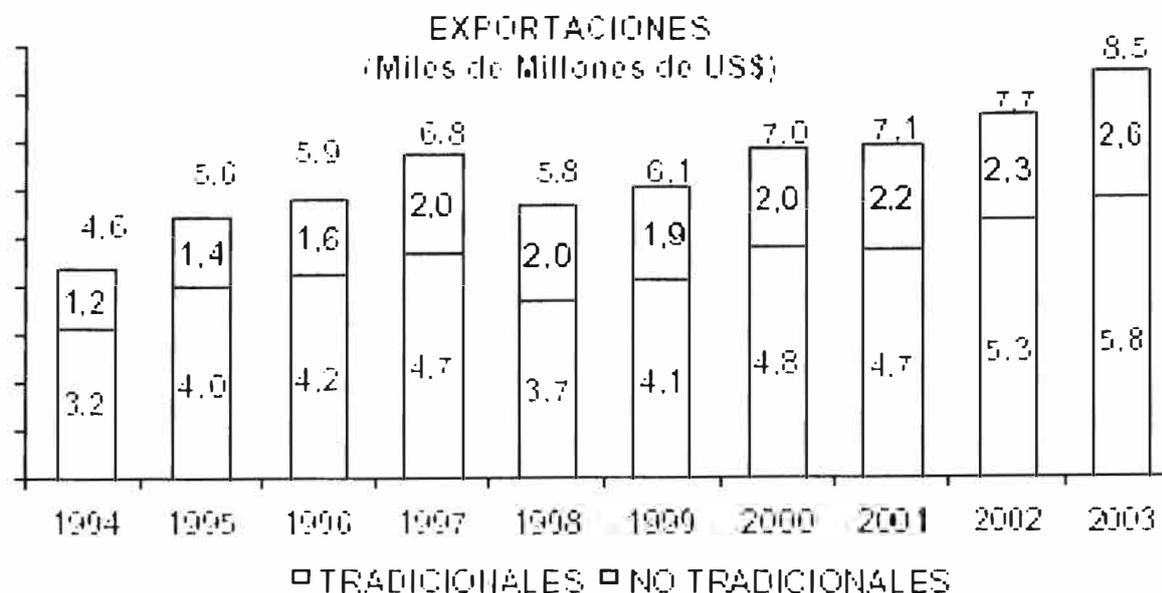
En el 2002, el PBI de los sectores primarios aumentó en 6,0 por ciento y el de los no primarios en 4,6 por ciento. Por el lado de los sectores primarios destacó el impacto de las operaciones de Antamina, que explica 0,8 puntos porcentuales del crecimiento anual del PBI. Por el lado de la actividad de los sectores no primarios, destaca el crecimiento del sector construcción (8 por ciento) y el de la manufactura no primaria (5 por ciento). La dinámica del sector minero se refleja en el incremento del volumen de exportación en 4,8 por ciento. Por su parte, la mayor actividad de la construcción y la manufactura se asocian al incremento de la demanda interna (4,3 por ciento), en particular del consumo privado (4,0 por ciento).

Las exportaciones en el año 2002 presentarían un crecimiento de 8 por ciento (US\$ 7679 millones), debido principalmente al aumento de las exportaciones tradicionales. Las mayores exportaciones mineras (17 por ciento) se asocian al inicio de operaciones de Antamina en el segundo semestre del 2001, en tanto que el aumento de las exportaciones de petróleo y derivados (12 por ciento) es consecuencia de mayores precios. Para el año **2003**, se prevé un crecimiento para las exportaciones de 11 por ciento, alcanzando un nivel de US\$ 8 530 millones. Tal crecimiento estaría impulsado por las mayores exportaciones de productos pesqueros y mineros (12 por ciento) y de productos no tradicionales (15 por ciento)(Véase Graf. 11)

Las importaciones en el 2002 presentan un crecimiento de 3 por ciento, debido al menor ritmo de demanda interna registrado durante el primer trimestre del año. Dicho comportamiento estaría reflejado principalmente en la reducción anual de 4 por ciento en las importaciones de bienes de capital. Para el 2003 las importaciones presentarían un crecimiento de 7 por ciento, lideradas por las importaciones de bienes de consumo (7 por ciento) e insumos (8 por ciento), en línea con la mejoría de la actividad económica. Las importaciones de bienes de capital, en el contexto de un mejor ambiente de negocios, crecerían 4 por ciento. Dentro de este rubro destacarían particularmente las importaciones de bienes de capital para la industria (5 por ciento). (Véase Graf. 12)

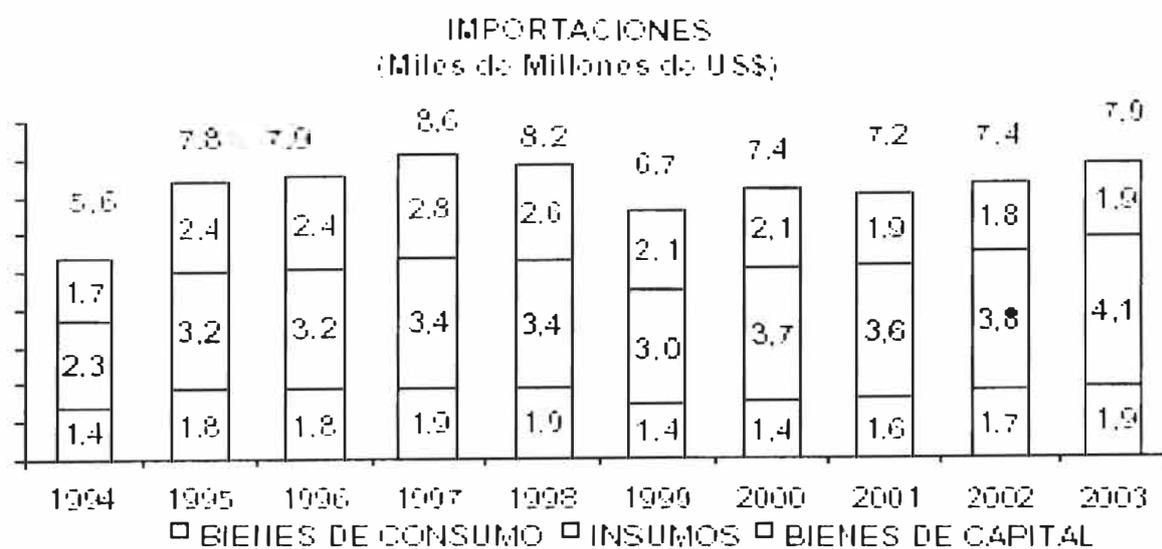
Los **términos de intercambio** aumentarían 0,8 por ciento por efecto de un incremento de precios de exportaciones en 3,4 por ciento, compensado por mayores precios de importación en 2,5 por ciento.

Gráfico 11



Fuente: BCRP

Gráfico 12



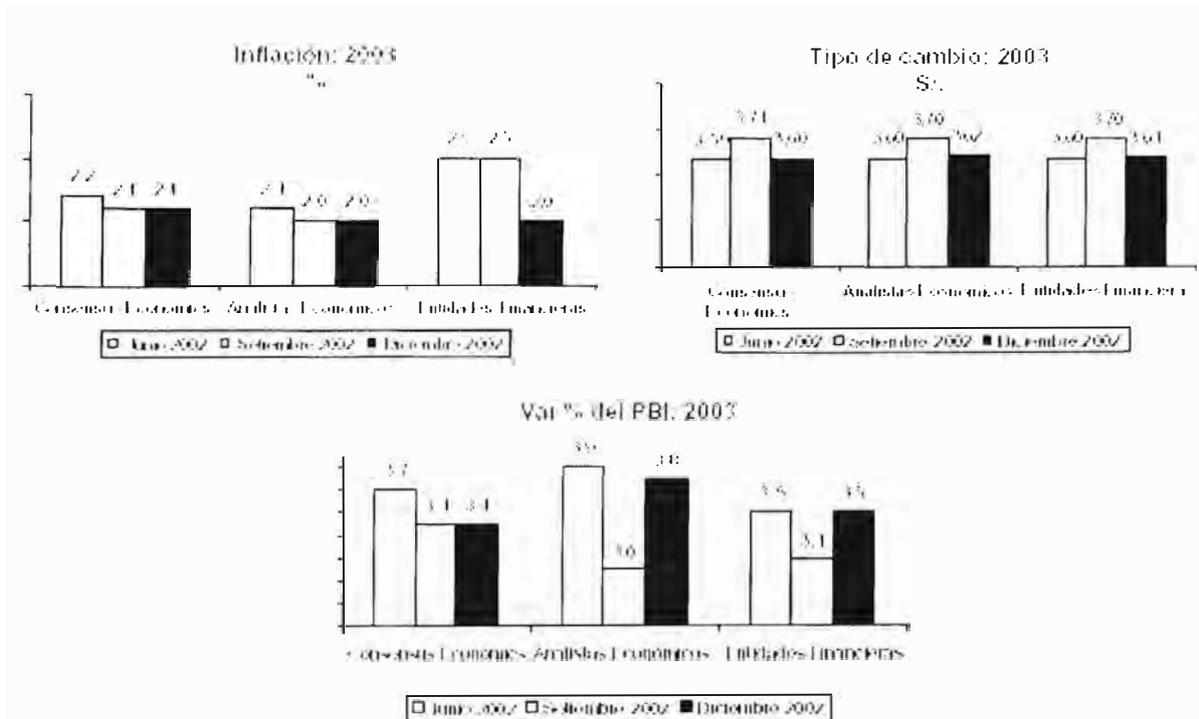
Fuente: BCRP

e. Escenarios Previsibles de Inflación 2003.

Para recoger las expectativas de inflación del mercado para el año 2003, se revisaron las encuestas del **Consensus Economics** y las desarrolladas por el BCR entre entidades financieras y analistas económicos. Con respecto a lo observado en setiembre, las expectativas de inflación se mantienen en 2,0 por ciento, en línea con la meta de inflación del BCR. Se observa además una reducción de la expectativa de tipo de cambio para el fin del 2003, de S/. 3,70 a S/. 3,61, revisión que reproduce la tendencia apreciativa que se dio al final de 2002. Es de destacar que simultáneamente se han revisado hacia arriba los pronósticos de crecimiento del PBI para el año 2003, los que en promedio pasan de 3,2 a 3,6 por ciento.⁷(Véase Graf. 13)

Gráfico 13

EVOLUCIÓN DE LAS ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS

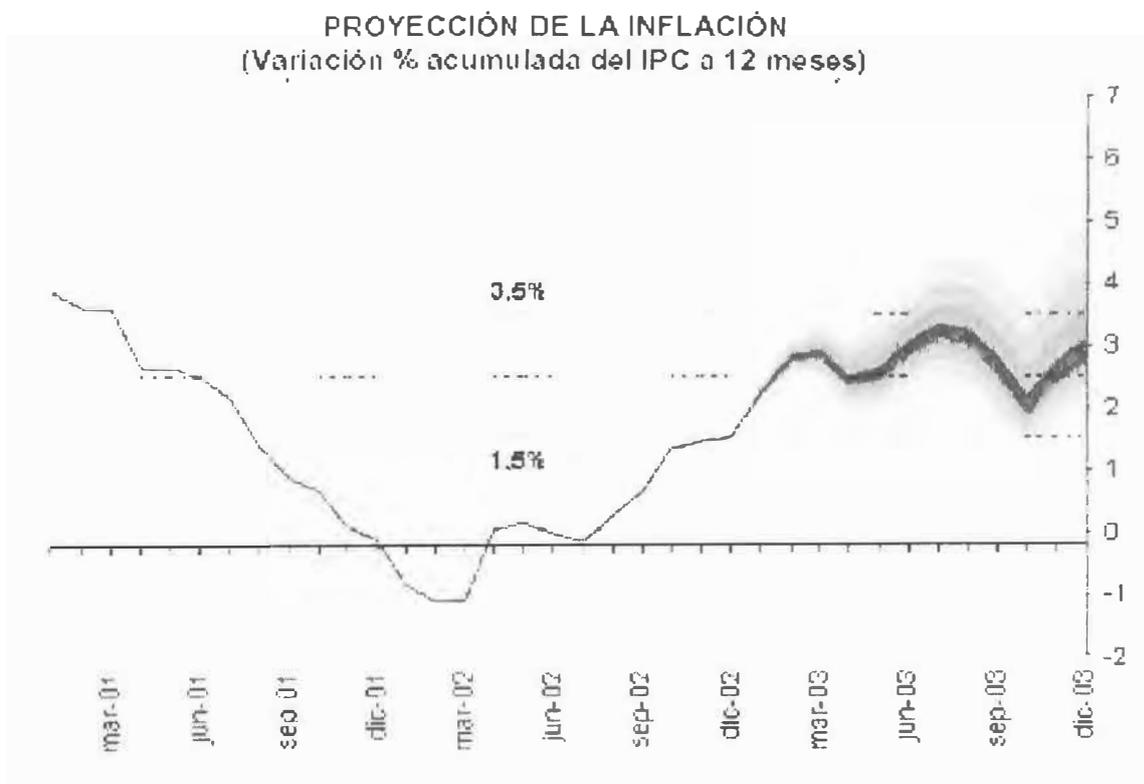


Fuente: BCRP

⁷ Programa Monetario BCRP (2003)

El escenario central de las proyecciones del BCR para el 2003 muestra una tasa de inflación en el rango meta de la política monetaria y similar a la proyección presentada en el Reporte de Inflación de setiembre. En esta nueva proyección se han compensado entre sí los efectos de un mayor precio de los combustibles con el de un menor tipo de cambio. Sin embargo, el sesgo de la proyección, indicado por la concentración de las franjas de probabilidad alrededor de la proyección central, se encuentra al alza, debido a la incertidumbre que existía sobre la evolución futura de los precios de los combustibles. La franja de color más acentuado indica el resultado más probable para el 2003, asumiendo que la posición de la política monetaria fijada por el Directorio por el BCR para enero de este año se mantuviera hasta fines del 2003. (Véase Graf. 14)

Gráfico 14



Fuente: BCRP

Los principales elementos de esta proyección son:

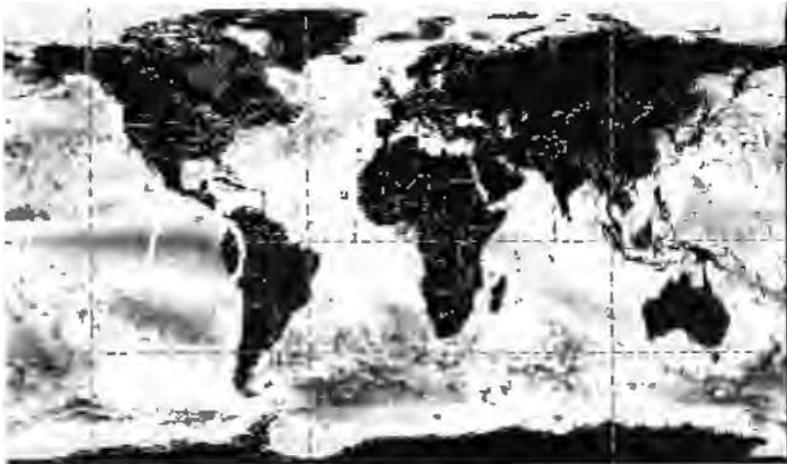
- Los componentes del **índice de precios al consumidor no subyacente** aumentarían en 3,7 por ciento en el 2003, mayor al incremento considerado anteriormente (2,6 por ciento), debido principalmente a la revisión hacia arriba del precio internacional de los combustibles. La proyección del precio del crudo por barril al fin del año 2003 aumentaría de US\$ 24 a US\$ 26. Asimismo, los alimentos tomados en este índice aumentarían 3,5 por ciento (2,4 por ciento en la proyección de setiembre), tomando en cuenta el impacto de posibles desórdenes en el clima sobre el sector agropecuario, se considera la presencia de un evento “Niño” de intensidad débil, que proporcionará condiciones climáticas favorables para cultivos intensivos en agua como el arroz, con alto requerimiento de intensidad solar y resistentes a la abundancia de agua como el maíz amarillo duro y la caña de azúcar. Sin embargo, se registraría una disminución en la producción de algodón. (Véase Graf. 15)
- El **índice multilateral de precios externos**, medido en dólares, aumentaría 3,4 por ciento, frente a un incremento en 2,8 por ciento considerado en setiembre. La inflación externa reflejaría en el 2003 el efecto de la desvalorización del dólar (Véase Graf. 16), el cual se depreciaría en 3,0 por ciento respecto al Euro.
- La tasa de interés **LIBOR** a 3 meses seguirá manteniéndose en niveles bajos gracias a la inclinación expansiva de la política monetaria en los países desarrollados, la que se orienta a desactivar los riesgos de una deflación. Para el cuarto trimestre del 2003 se proyecta una tasa LIBOR de 2,0 por ciento, frente a la proyección anterior de 3,3 por ciento.

· La **brecha entre el nivel potencial y efectivo de actividad** continuará bajando en el 2003, en línea con la senda de recuperación de los ingresos y el empleo, y en respuesta a un escenario macroeconómico favorable de bajas tasas de interés sin presiones fiscales de financiamiento. Esta tendencia se ha venido dando junto a un incremento de la tasa de crecimiento del PBI potencial por la recuperación de los determinantes de la acumulación de capital y los incrementos de productividad.

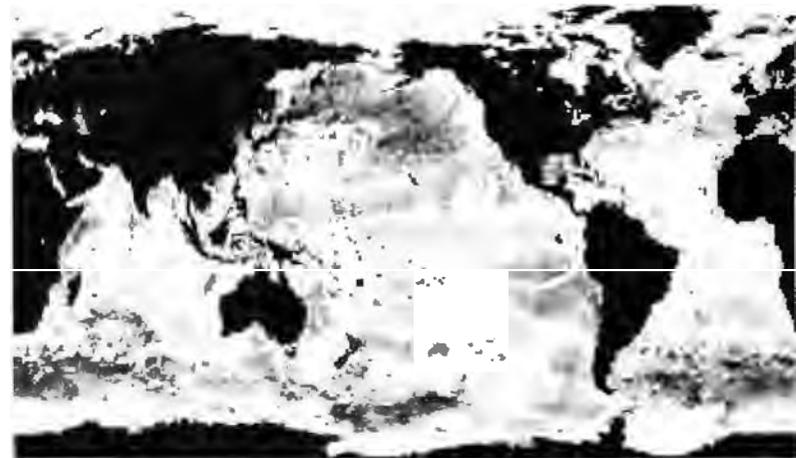
Gráfico 15

Temperatura Oceánica

Enero 1998



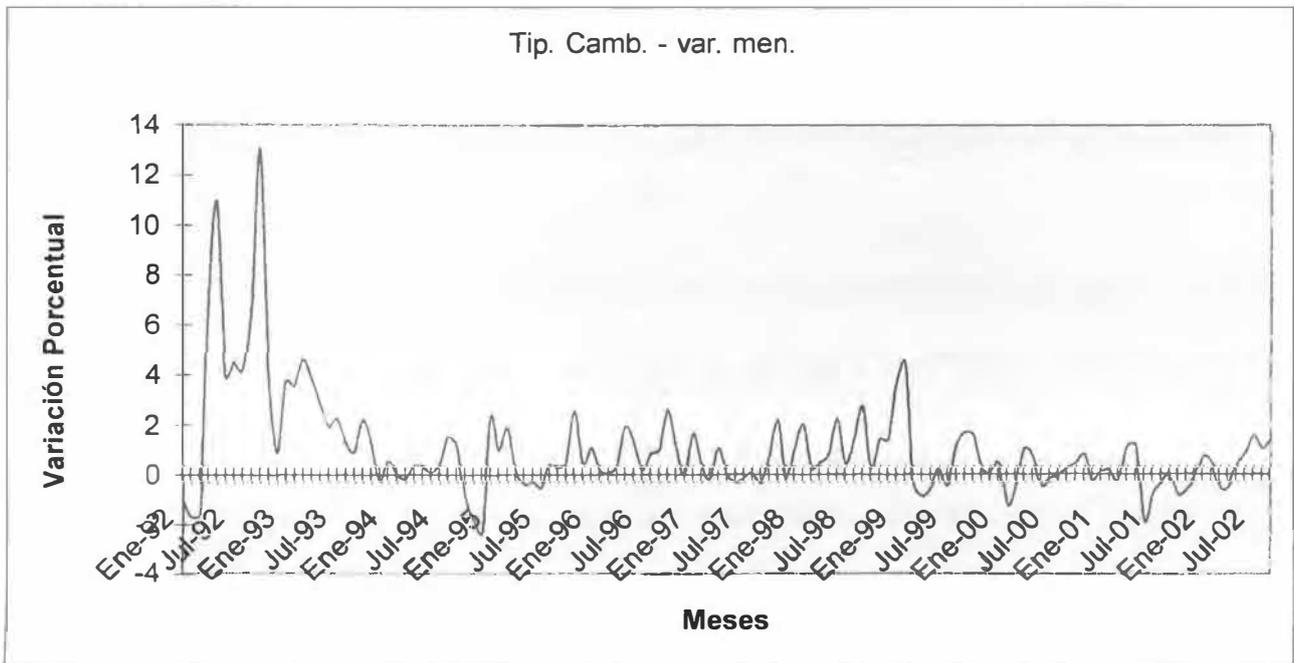
Enero 2003



Fuente: Administración Nacional Oceanográfica y Atmosférica (NOAA)

Gráfico 16

VARIACION PORCENTUAL DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL



Fuente: BCRP

IV. ANALISIS DE LAS METAS DE INFLACION EN PERU

4.1 LAS BONDADES DEL ESQUEMA DE META EXPLICITA DE INFLACIÓN

En el esquema de meta Explícita de inflación se reconoce explícitamente que la única meta de la política monetaria es mantener una tasa de inflación baja y estable. Se caracteriza también por el anuncio de una meta de inflación y cuentan con una estrategia de comunicación para transmitir las acciones que se adoptan para alcanzar dicha meta. Estos dos mecanismos, la transparencia y la rendición de cuentas, le dan credibilidad a la meta de inflación anunciada por el banco central y le permiten anclar las expectativas de inflación.

El esquema de metas de inflación es consistente con la visión moderna de lo que la política monetaria puede y no puede hacer. Por esa razón, la estabilidad de precios es el objetivo más importante de la política monetaria. Esto debe ser fuertemente enfatizado, así como lo que la autoridad monetaria planea hacer para alcanzar dicha meta.

4.2 ¿DEBE SER LA ESTABILIDAD DEL PRECIO EL OBJETIVO MÁS IMPORTANTE?

Si, porque, en el largo plazo, la tasa de inflación es la única variable macroeconómica que puede ser afectada por la política monetaria. Tener un nivel bajo y estable de inflación como la principal meta a largo plazo solamente reconoce este hecho. Sin embargo, esta no es la única razón. Existe una especie de consenso en que incluso niveles moderados de inflación

son contraproducentes para el crecimiento y eficiencia económicos. Esto es, la inflación es muy costosa. Por ello, es necesario mantener una tasa de inflación baja y estable para que sea posible alcanzar otros objetivos macroeconómicos. En este sentido, la estabilidad de precios es un medio, no un fin macroeconómico. Una tercera razón para mantener la estabilidad de precios como objetivo más importante de la política monetaria es que permite establecer metas específicas y sobre las que es posible que el banco central rinda cuentas, mejorando la transparencia y credibilidad, pero dándole al banco central independencia en el uso de sus instrumentos y políticas que considere conveniente para lograr la meta de inflación anunciada. Así, el banco central puede implementar sus políticas discrecionalmente, pero sujeto a cumplir con la meta de inflación. La meta de inflación, al ser simple y fácil de comprender, también mejora las comunicaciones con el público y hace las veces de ancla para las expectativas de inflación al reforzar la credibilidad.

Es importante enfatizar que el establecer la estabilidad de precios como el objetivo principal de la política monetaria y fijar una meta de inflación no significa dejar completamente de lado otros objetivos macroeconómicos. No es verdad que un banco central bajo un esquema de metas de inflación sea indiferente a la evolución de la actividad económica.

4.3 ¿CUAL ES EL VALOR NUMÉRICO DE LA META DE INFLACIÓN?

Otro aspecto relacionado con la implementación de este esquema es cuál sería el valor numérico de la meta. Aquí debe señalarse que “estabilidad de precios”, es cuantitativamente una tasa de inflación tan baja que las empresas y familias no tengan que considerarla al

momento de tomar sus decisiones económicas diarias. El concepto de estabilidad de precios implica tener una tasa de inflación lo más cercana a cero (debe recordarse que la inflación es un impuesto discrecionalmente manejado por el banco central), pero no cero por ciento. Una razón para esto último es que podría haber un sesgo positivo al medir la tasa de inflación. Ello se debe a que la medición no considera el efecto sustitución que podría haber cuando el precio de un bien sube y los consumidores sustituyen ese bien por otro que es similar, pero cuyo precio no ha subido. Debido a que la ponderación de los bienes en la canasta sobre la que se mide la variación de los precios es fijo, la inflación medida sería mayor que la inflación observada.

Otra razón es que las ponderaciones fijas en el índice de precios no reflejan cambios en la calidad. El alza en el precio de un bien debido a mejoras en la calidad no debería ser parte de la inflación medida.

4.4 LA INFLACIÓN COMO MEDIDA.

La siguiente pregunta a hacerse es qué medida de tasa de inflación debería ser usada como meta. Aquí hay un balance entre credibilidad y flexibilidad. Existe un conflicto entre la credibilidad que tiene el Banco Central cuando anuncia la meta y su capacidad para guiar las expectativas de inflación, incluyendo la efectividad de las comunicaciones y la flexibilidad para excluir choques transitorios de oferta, ante los cuales no es óptimo responder. Algunos países usan el índice de precios al consumidor porque es la medida de inflación con la que el público está más familiarizado. Algunos otros países usan una variante de este índice de

precios, esto es, excluyen algunos componentes (alimentos y energía, por ejemplo), de manera que la política monetaria no tenga que responder a los primeros efectos de los choques transitorios de oferta.

El BCRP ha estado utilizando el índice de precios al consumidor (IPC) como medida para la meta de inflación. De este modo, la transparencia y la credibilidad han sido más importantes que la flexibilidad. Este índice tiene una base amplia y es publicado regularmente y a tiempo. La intención es evitar la impresión que el BCRP está empleando una medida de inflación que garantiza el logro de la meta anunciada. Internamente, sin embargo, algunas medidas de inflación subyacente son usadas como indicadores de política monetaria.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El presente informe destaca las políticas monetarias adoptadas, las cuales motivaron la reinsertión de la economía al comercio internacional, asimismo la revisión realizada en las Políticas Monetarias en los últimos doce años muestra un éxito sostenido con el crecimiento en términos de PBI y el control de la tasa de inflación.

Cabe indicar que los resultados del análisis de las Políticas Monetarias se realizan en un contexto de dolarización parcial, en donde se tuvo que sustituir activos antes que sustitución monetaria.

La política monetaria planteada, a través de una estrategia de reducción gradual, tuvo los resultados esperados a pesar de la no presencia de confiabilidad en el BCRP, resultados que hicieron posible la credibilidad del banco central en su compromiso de controlar la inflación, asimismo el régimen de política monetaria comparte algunos aspectos del esquema de metas de inflación, relacionadas con una mayor transparencia. Asimismo, el marco legal, es fundamental para el logro de los objetivos planteados, puesto que asegura la independencia operativa del Banco Central para poder mantener la estabilidad de precios.

Asimismo, recientemente adoptado el esquema de meta explícita de inflación, se necesita un modelo confiable de proyección. La propia evolución y proyección de la emisión primaria se constituiría en un indicador importante para el diagnóstico de potenciales presiones inflacionarias, así sería una referencia en la toma de decisiones de política monetaria para

alcanzar la meta de inflación anunciada. Las condiciones reales, financieras y monetarias presentadas permitirían cumplir la meta de inflación. Sin embargo, se podrían presentar diferentes escenarios que dificulten alcanzar dicha meta. Rezago en la recuperación del gasto del sector privado por un deterioro en sus expectativas de ingresos, que implique presiones deflacionarias, lo que ameritaría la adopción de una postura monetaria más flexible, tomando en cuenta la evolución de la brecha del PBI con respecto a su nivel potencial.

Por otro lado, las acciones sincronizadas en el campo de las políticas macroeconómicas en los países desarrollados, podrían afianzar el crecimiento de la economía mundial por encima de lo contemplado en el presente informe. En este ambiente la economía peruana se beneficiaría, con mayores precios y volúmenes de exportación. Internamente, un crecimiento más generalizado de inversiones, incluyendo la vinculada a infraestructura, aceleraría el crecimiento potencial y efectivo de la economía, lo cual es compatible con la meta de inflación de la política monetaria.

Referencias

- Ayala Salcedo, Roberto, “Análisis de los Efectos de las Políticas Monetarias adoptadas por los Países Andinos entre 1970 y 1999”, División de Estudios Económicos del FLAR, 2001
- Banco Central de Reserva del Perú, Memorias Anuales entre 1990 y 1999.
- Banco Central de Reserva del Perú, Programa Monetario para el año 2000.
- Banco Central de Reserva del Perú, Programa Monetario para el año 2001.
- Banco Central de Reserva del Perú, Programa Monetario para el año 2002.
- Banco Central de Reserva del Perú, Programa Monetario para el año 2003.
- Castillo Bardalez, Paul, «Circulante en Moneda Extranjera: Perú 1991 – 1996», BCRP, 1997.
- Compendio de Estadísticas Monetarias 1959 –1995, BCRP, 1996.
- Compendio de Estadísticas Monetarias 1992 –2002, BCRP, 2002.
- Banco Central de Chile, “Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión documento” Mayo 2000.
- Política Monetaria Diferente», NBER Working Paper N° 7044, 1999.
- Baliño, Tomas J.T., Adam Bennett y Eduardo Borensztein “Política Monetaria en Economías Dolarizadas”, Fondo Monetario Internacional, trabajo ocasional 171, 1999.
- Mishkin, Frederic y Miguel Savastano, «Estrategias de Política Monetaria para América Latina», NBER Working Paper N° 7617. 2000.
- Sargent, T. (1986). «The end of four big hyperinflations», Rational Expectations and Inflation, Harper & Row.
- Quispe Misaico, Zenón. «Transmisión de la Política Monetaria en una Economía Parcialmente Dolarizada: El Caso Perú», BCRP, 2001.
- Rossini Miñan, Renzo, “Aspectos de la adopción de un régimen de metas de Inflación en el Perú”, BCRP, 2001.
- Valdivia, L. y L. Vallejos «Inflación subyacente en el Perú», Estudios Económico No. 6, BCRP, 2000.
- Choy, Marylin y Alfredo Dancuart. «Una Aproximación al Déficit Cuasifiscal en el Perú: 1985 – 1990», Serie Política Fiscal N° 23, 1991.