

La Trinidad Imposible: Análisis de la Intervención Cambiaria.

Carlos Montoro Ll.

**Encuentro de Economistas BCRP ESAN, 12-14
Diciembre de 2007**



Las opiniones del autor son a título personal y no reflejan la posición del BCRP.



La Trinidad Imposible

- ❖ Robert Mundell (1968): en una economía abierta es imposible tener a la vez:
 - Libre movimiento de capitales
 - Tipo de cambio fijo
 - Política monetaria independiente

- ❖ En otras palabras, el banco central no puede controlar indefinidamente:
 - El tipo de cambio nominal
 - La tasa de interés del mercado de dinero



¿Por qué la incompatibilidad de objetivos?

❖ Explicación 1: Límite a la Esterilización

Ejemplo: evitar apreciación

- Compra US\$ -> aumenta liquidez en S/.
Esterilización emitiendo BONOS
- Saldo de monto esterilizado tiene un límite “natural”
- Si se llega a este límite “natural” entonces existe riesgo de no poder esterilizar -> pérdida de control monetario -> inflación



Limite "Natural" a la Esterilización

- ❖ Saldo de CDBCRP muy grande: esterilización aumenta la tasa de interés
 - > fomenta mayor entrada de capitales
 - > mayor apreciación (**trampa de intervención**).
- ❖ Costo financiero de mantener saldo esterilizado se hace muy grande->débilita patrimonio del Banco-> insostenible esterilización. (*tasa domestica > tasa RIN, apreciación genera también pérdidas de valuación en el balance del banco*)



¿Por qué la incompatibilidad de objetivos?

- ❖ Explicación 2: “doble instrumento” debilita el canal de tasas de interés.
 - La señal se hace más confusa para los agentes económicos.
 - Ejemplo: tasa de interés interbancaria baja con compras de US\$, tasa de CDBCRP aumenta por la esterilización. ¿Cuál es la posición de política monetaria?
 - La tasa de interés pierde poder para controlar la inflación.



¿Por qué la incompatibilidad de objetivos?

- ❖ Explicación 3: política monetaria (cambiaría) asimétrica incrementa inflación.
 - Movimientos asimétricos del Tipo de cambio: tipo de cambio sube, pero no baja.
 - Si TCR de equilibrio baja ($TCR = SP^*/P$), y el tipo de cambio nominal es fijo, entonces la inflación debe aumentar para llegar al equilibrio.
 - Esto además fomenta dolarización.



¿Por qué no se cumpliría la Trinidad Imposible en Perú?

❖ Explicación 1: movilidad de capitales es limitada.

- Mientras mayor es la movilidad de capitales, mayor es el conflicto entre TC y TI.
- En Perú movilidad de capitales es restringida, **no por controles**, pero por: acceso de información, mercados segmentados.

Por ejemplo: extranjeros solo invierten en emisiones primarias de bonos privados, bonos domésticos no son tan líquidos.



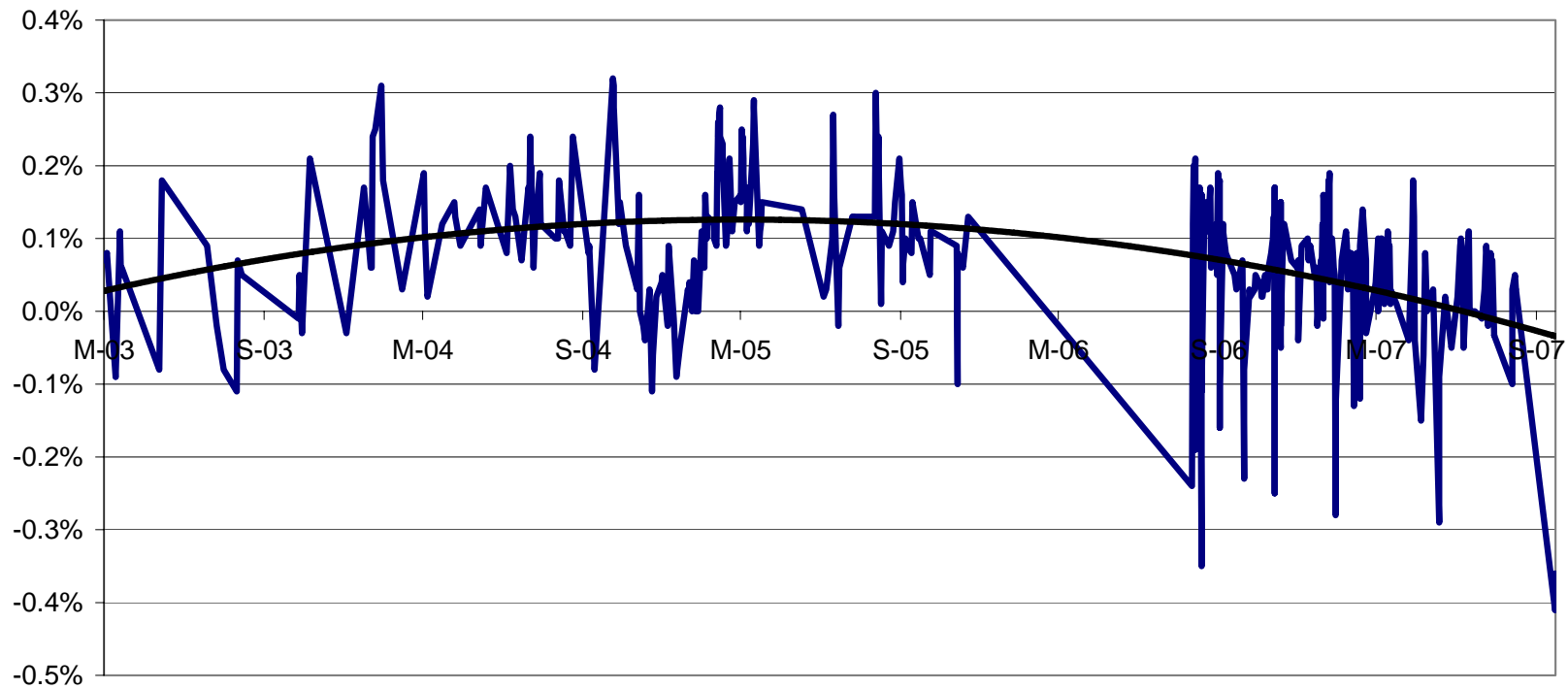
¿Por qué no se cumpliría la TP en Perú?

- ❖ Explicación 2: aún no se llega al límite “natural” de Saldo Esterilizado.
 - Efecto limitado sobre TI CDBCRP (por mayor demanda de CDBCRP).
 - Costo financiero de intervención es pequeño
- Pregunta: ¿estamos cerca?



Efecto sobre TI CDBCRP 1 sem

**Diferencial de Tasas
(TI CDBCRP 1 semana - TI interbancaria)**



TI no ha aumentado a mayores saldos y colocaciones de CDBCRP



Riesgos de Saldo Esterilizado cerca al límite natural

- ❖ Caída de la tasa de interés internacional generaría altos costos financieros al BCR (**dado alto saldo de CDBCRP**) y esto debilitaría su patrimonio.
- ❖ Si demanda de CDBCRP deja de crecer, $TI_{CDBCRP} \uparrow \rightarrow$ mayor costo financiero y riesgo de caer en la trampa de intervención.



¿Por qué no se cumpliría la Trinidad imposible en Perú?

- ❖ Explicación 3: “good luck”
 - Durante los cuatro primeros años la coyuntura ha sido buena para mantener inflación baja (términos de intercambio altos, incrementos en productividad han mantenido inflación baja).
 - Cuando esto llega a su “fin” se ven los problemas para controlar la inflación.



Recomendaciones

- ❖ Recomendación 1: distinguir las intervenciones para esterilizar efectos de corto plazo de los de mediano plazo.
 - **Ejemplo 1:** una apreciación real por superavit de cuenta corriente no se puede evitar.
 - **Ejemplo 2:** compras de US\$ por recomposición de cartera de los agentes (desdolarización) esta justificada.



Recomendaciones

- ❖ Recomendación 2: definir reglas de intervención.



Recomendaciones

- ❖ Recomendación 3: limitar las intervenciones a los casos en que no ponga en peligro el objetivo de inflación:
 - **Intervenir** para prevenir **apreciación (depreciación)** cuando la inflación esta **baja (alta)**.
 - **No intervenir** para prevenir **apreciación (depreciación)** cuando la inflación esta **alta (baja)**.



Agenda Pendiente

- ❖ Formalizar el análisis de la intervención cambiaria:
 - Modelo con: intervención + esterilización + patrimonio del banco.
 - Objetivo: analizar que reglas de intervención son sostenibles.
 - ¿Cómo cambia el principio de Taylor?
- ❖ Estimar el límite natural de saldo esterilizado.