



RECUADRO 3 RACIONALIDAD DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP

Una de las primeras lecciones de la crisis financiera internacional es que las fluctuaciones en los precios de los activos financieros son importantes determinantes de los ciclos crediticios y de las fragilidades financieras que estos generan. En economías emergentes, y en particular en aquellas con alta dolarización financiera, el precio del activo financiero más relevante para fines de estabilidad del sistema financiero es el tipo de cambio; a diferencia de los países desarrollados donde el precio de las acciones o los bienes inmuebles son relativamente más importantes.

Así, en economías dolarizadas como la peruana, las fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio resultan costosas porque debilitan la posición financiera de las empresas y familias endeudadas en dólares. Por esta razón, la estrategia de Metas Explícitas de Inflación del BCRP considera la intervención en el mercado cambiario para reducir fluctuaciones transitorias y abruptas en el tipo de cambio, como parte de su estrategia de política monetaria. Estas acciones resultan particularmente importantes en periodos de elevados niveles de presión en los mercados monetario y cambiario como los registrados entre setiembre 2008 y febrero 2009 porque contribuyen a estabilizar las condiciones monetarias y crediticias y evitan que se amplifiquen los choques externos adversos.

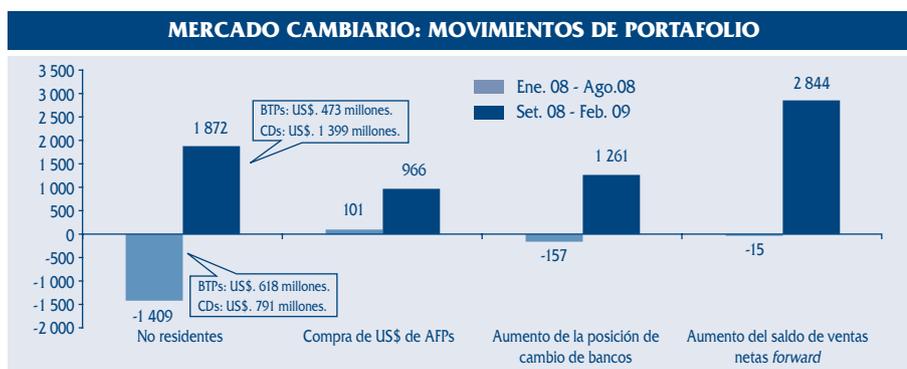
Ex post, se observa que tanto la fuerte presión apreciatoria del Nuevo Sol del primer trimestre de 2008 como la presión depreciatoria entre octubre 2008 y marzo 2009, fueron fenómenos transitorios que no reflejaban tendencias sostenibles en el tipo de cambio. Así, el nivel actual del tipo de cambio, es similar al observado en febrero de 2008. En ese sentido, de no haber intervenido el BCRP en el mercado cambiario en la magnitud y oportunidad con lo que lo hizo, la volatilidad cambiaria hubiera sido mucho mayor generando potenciales costos reales en la economía y en la estabilidad del sistema financiero. Nótese que aunque las depreciaciones del tipo de cambio hubieran sido permanentes, la intervención cambiaria orientada a atenuar volatilidades extremas hubiera facilitado la absorción de los choques externos reduciendo el riesgo de debilitar la posición patrimonial de las empresas. En el cuadro siguiente, se puede observar la menor volatilidad relativa de nuestra moneda frente a otras de la región y también su evolución conjunta.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN LA REGIÓN DURANTE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL (Variaciones porcentuales)

	Brasil	México	Colombia	Chile	Perú
Periodo de influjo de capitales y boom de precio de commodities					
Agosto 07 / Agosto 08	-17,9	-8,4	-10,5	-1,4	-8,4
Periodo de turbulencia cambiaria					
Setiembre 08 / Febrero 09	29,0	37,3	21,0	13,6	9,1
Periodo de normalización de los mercados					
Marzo 09 / Agosto 09	-20,2	-11,1	-18,3	-7,5	-7,1

Estas otras economías de la región se diferencian de Perú en que ninguna está dolarizada, por lo que una mayor volatilidad del tipo de cambio es deseable. Sin embargo, en algunas de estas economías, a pesar de no estar dolarizadas, sufrieron inicialmente el impacto negativo de la volatilidad cambiaria porque empresas importantes habían apostado a la apreciación de sus respectivas monedas y consecuentemente se encontraban descalzadas.

Es importante recordar que la presión en el mercado cambiario fue significativa. Como se ilustra en el siguiente gráfico, las presiones cambiarias reflejaron un importante cambio de portafolio tanto de agentes residentes como de no residentes hacia posiciones largas en moneda extranjera. Así, entre setiembre 2008 y febrero 2009, la posición de cambio de los bancos se incrementó en US\$ 1 261 millones; la demanda del público, particularmente de inversionistas institucionales, se incrementó en US\$ 966 millones y la de agentes no residentes en US\$ 1 872 millones. La demanda en el mercado *forward* fue US\$ 2 844 millones. En total el Banco Central enfrentó una presión cambiaria al alza de US\$ 6 943 millones que fue amortiguada por ventas de moneda extranjera y colocación de CDRBCRP.



Esta respuesta del BCRP fue posible gracias a que en los años previos a la profundización de la crisis financiera, el BCRP acumuló un importante nivel de reservas internacionales. Tal como se muestra en el siguiente cuadro, entre 2007 y lo que va de 2009 se acumularon US\$ 11 989 millones. La menor volatilidad cambiaria alcanzada, gracias a la política del BCRP, es uno de los factores que está contribuyendo a mantener condiciones monetarias y crediticias más flexibles y que, juntamente con el estímulo monetario alcanzado con la reducción de la tasa de referencia desde niveles de 6,5 por ciento en enero 2009 a 1,25 por ciento actualmente, permitirán una recuperación más rápida y sostenida de la actividad económica.

INTERVENCIONES CAMBIARIAS (En millones de US\$)	
	Compras*
2007	10 306
Enero - abril 2008	8 728
Mayo - diciembre 2008	-5 974
Acumulado 2008	2 754
Acumulado 2009, al 31 de agosto	-1 072
Acumulado 2007 - 2009	11 989

* Negativo indica ventas netas de dólares.

