

Recuadro 4 INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y METAS DE INFLACIÓN

En este recuadro se discute los potenciales beneficios de la intervención cambiaria en esquemas de metas de inflación de acuerdo con recientes investigaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Internacional de Pagos (BIS). Así, el FMI se encuentra elaborando un Marco de Política Integrado⁵, el cual toma en cuenta a la intervención cambiaria como un instrumento clave para incrementar la autonomía de la política monetaria cuando los mercados de divisas son poco profundos.

De la misma manera, el BIS⁶ reconoce la importancia del uso de la intervención cambiaria por parte de los bancos centrales de economías emergentes para lidiar con los retos provenientes de fluctuaciones excesivas de flujos de capitales y la volatilidad del tipo de cambio asociada a estos, los cuales se incrementaron en los últimos años por las tasas de política monetaria cercanas a cero en países desarrollados y las compras de activos a gran escala en las principales economías avanzadas, y su posterior normalización en algunas de ellas.



En el caso de la política monetaria del BCRP, la intervención cambiaria ha sido un instrumento fundamental para limitar los riesgos asociados a la dolarización financiera, limitar el impacto de los flujos de capitales en las condiciones monetarias y crediticias domésticas, y moderar el ciclo crediticio. Así, mediante la intervención cambiaria se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio que podría tener efectos negativos en la economía. Este marco de política monetaria ha conseguido que la inflación de Perú sea una de las más bajas y menos volátiles de la región. En particular en períodos de alta volatilidad de flujos de capitales, la intervención cambiaria ha permitido:

- 1) Limitar efectos hoja de balance: al reducir la volatilidad cambiaria se limitan los efectos que puede tener el incremento abrupto del tipo de cambio en la solvencia de las firmas que

5 Gopinath, Gita (2019), "A Case for an Integrated Policy Framework". Discurso preparado para Jackson Hole Economic Policy Symposium, disponible en: https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2019/jackson%20hole%20manuscript_final.pdf?la=en

6 BIS (2019), "Annual Economic Report", capítulo II. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e.htm>



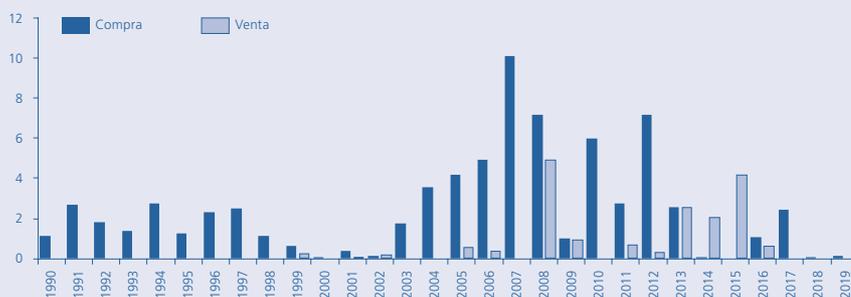


mantienen deudas en dólares, lo cual puede generar un efecto dominó en la cadena de pagos, afectando así a la población en general.

- 2) Proveer liquidez en moneda extranjera al sistema financiero en momentos de *stress*.
- 3) Suavizar el ciclo crediticio: en períodos de inlfujos de capitales la apreciación de la moneda genera condiciones financieras más laxas, lo cual impulsa el crecimiento del crédito y de los precios de activos, como los precios de inmuebles. La intervención cambiaria reduce la sensibilidad de la economía a los flujos de capitales y a las fluctuaciones del tipo de cambio asociadas, mitigando así la creación de vulnerabilidades financieras.
- 4) Autoseguro: mediante la acumulación preventiva de reservas internacionales, lo cual permite asegurar el acceso y reduce el costo de financiamiento de la economía en mercados internacionales.
- 5) Asegurar el correcto funcionamiento del mercado: en algunas situaciones el comportamiento especulativo de algunos agentes económicos genera que el tipo de cambio se aleje de sus fundamentos.

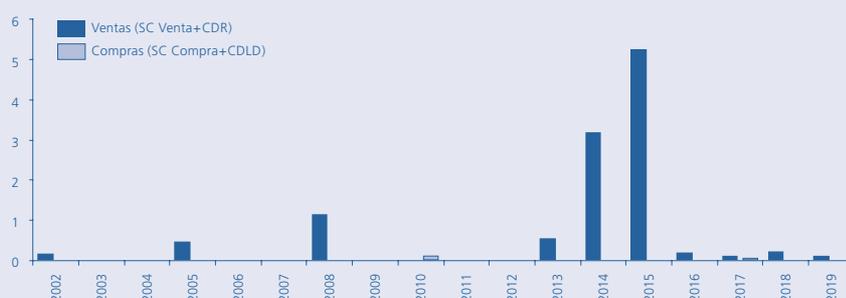
El BCRP tradicionalmente realiza la intervención cambiaria a través de compras y ventas de dólares en el mercado *spot*, lo que permitió acumular reservas internacionales durante los períodos de auge de precios de *commodities* y de entrada de capitales (2004-2007 y 2010-2012). Estas reservas acumuladas fueron luego usadas para mitigar el impacto de la crisis financiera global y de la incertidumbre internacional sobre las condiciones financieras locales (2008-2009 y 2013-2015).

INTERVENCIÓN CAMBIARIA DIRECTA: COMPRA/VENTA DE DÓLARES EN EL MERCADO INTERBANCARIO (En porcentajes)



Adicionalmente, al aumentar el uso de derivados cambiarios por inversionistas no residentes, a partir de 2002 se utilizan instrumentos de intervención cambiaria alternativos a las compras netas en el mercado *spot* para reducir presiones en el tipo de cambio. Entre estos instrumentos indirectos de intervención se encuentran los Certificados de Depósito Reajustables (CDR) desde 2002, los Certificados de Depósito Liquidables en Dólares (CDLD) desde 2010 y los *swaps* cambiarios desde 2014.

SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS DEL BCRP (Porcentaje del PBI)



La evidencia empírica muestra que la intervención cambiaria ha sido efectiva en suavizar los movimientos del tipo de cambio y así reducir la volatilidad cambiaria excesiva. Por ejemplo, Castillo, Montoro, Morán y Pérez (2019)⁷ mediante la estimación bayesiana de un modelo de espacio de estados para los retornos del tipo de cambio, evalúan empíricamente la efectividad de la intervención del BCRP en el período 2005-2016. Los resultados muestran que la intervención cambiaria, tanto *spot* como de otros instrumentos, tiene un efecto estadísticamente significativo y con los signos esperados, y por lo tanto se encuentra que es efectiva. Asimismo, dicha intervención genera los efectos esperados de reducir la volatilidad cambiaria⁸.

El reconocimiento al rol que puede jugar la intervención cambiaria en la gestión de la política monetaria en las economías emergentes, no sólo está siendo reconocido por organismos multilaterales como el FMI y el BIS, sino también por la academia, que en los últimos años ha producido un gran número de investigaciones que demuestran que cuando existen mercados financieros imperfectos, y poco profundos, la intervención cambiaria es un instrumento de política monetaria y macroprudencial no convencional, que tiene efectos importantes sobre la estabilidad financiera y la efectividad de la política monetaria. Para ello se pueden revisar por ejemplo Céspedes, Chang y Velasco (2017)⁹ y Xavier Gabaix y Matteo Maggiori (2015)¹⁰.

7 Castillo, Montoro, Morán y Pérez (2019): "Estimación de la efectividad de la intervención cambiaria en el Perú: Un enfoque bayesiano" BCRP, por publicarse.

8 Ver también otros ejercicios empíricos para el caso peruano, tales como Arena y Tuesta (1999): "El objetivo de la intervención del banco central: el nivel del tipo de cambio, la reducción de la volatilidad cambiaria o ambos?: Un análisis de la experiencia peruana 1991-1998. Revista de Estudios Económicos, 3.", Shiva (2003): "Intervención cambiaria y determinación del tipo de cambio en el corto plazo: la evidencia peruana, Universidad del Pacífico Apuntes 52-53.", Humala y Rodríguez (2009), "Foreign exchange intervention and Exchange rate volatility in Peru, BCRP Documento de Trabajo No 2009-008.", Mundaca (2011): "How does public information on central bank intervention strategies affect exchange rate volatility?, Worldbank - Policy Research Working Paper 5579.", Rossini y otros (2013): "Flujo de capitales, política monetaria e intervención cambiaria en el Perú. Revista de Estudios Económicos, 25, 39-50.", Rossini y Serrano (2013): "Foreign exchange interventions in Peru, BCRP Documento de Trabajo No 2013-016.", entre otros.

9 Financial Intermediation, real exchange rates and Unconventional policies in an Open Economy, en Journal of International Economics 109 (2017), S76-S86.

10 International Liquidity and Exchange rate Dynamics, en The Quarterly Journal of Economics (2015), 1369-1420.

