

**ENTREVISTA A OSCAR DANCOURT, VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE
RESERVA DEL PERÚ ENCARGADO DE LA PRESIDENCIA
CPN RADIO
PROGRAMA PULSO EMPRESARIAL
Jueves 13 de Octubre de 2005 13: 05**

CLORINDA VELÁSQUEZ.- Y bien amigos comenzamos ya las entrevistas y un tema que inquieta a mucha gente y a algunos les debe dar mucha alegría. Mientras que a unos pone tristes, otros se alegran. Es el tema del dólar, que siguió subiendo y ayer obligó pues a una intervención del Banco Central de Reserva. Dicen que el Banco Central de Reserva vendió por primera vez en tres años una cantidad de dólares que significó, y además en circunstancias en que el dólar estaba superando los 3 soles con 40. Vamos a hablar precisamente sobre este tema que nos explique muy bien la intervención de ayer que efectivamente estuvo alrededor de los 22 millones de dólares. ¿Qué razones hay para esta subida?, ¿Hay que preocuparnos o no hay que preocuparnos?, ¿Hay que seguir confiando en el sol?, ¿Qué nos dice el presidente del Banco Central de Reserva?, el señor Oscar Dancourt. Doctor Dancourt, bienvenido al programa, buenas tardes.

OSCAR DANCOURT.- Buenas tardes Clorinda, un gusto escucharte.

CV.- Un placer, nosotros muy honrados de su participación en el programa. Queremos saber ¿qué explicación le damos a la gente sobre estos incrementos en el dólar?... en el precio del dólar.

OD.- Bueno, como el Banco Central siempre ha sostenido, nosotros intervenimos en el mercado cambiario para reducir la volatilidad. Lo que esto quiere decir básicamente es que tenemos un mercado donde el precio se fija por la oferta y la demanda; el tipo de cambio se fija libremente en el mercado pero el Banco Central cautela que el precio del dólar no suba mucho, ni muy rápido... ni tampoco que baje mucho, ni muy rápido. Y en esas circunstancias que se definen, en cada ocasión, el Banco Central interviene. Entonces en este año, como todos saben, a veces hemos estado comprando dólares, también para acumular reservas que necesitábamos y en esta ocasión como subía muy rápido hemos vendido dólares para introducir un poco de calma en el mercado. Nosotros no fijamos techo ni piso; no tenemos ningún número con el cual actuamos y el tipo de actuación que tenemos depende en gran medida de las circunstancias. Hay una volatilidad que puede ser normal, que es la que comúnmente se registra en los mercados cambiarios no solo del país sino de otros países de la región latinoamericana; una cierta fluctuación, sube y baja, es normal. Y hay a veces otra volatilidad, otras fluctuaciones, un sube y baja mayor, a la que le denominamos volatilidad excesiva y eso ha sido la política del Banco desde hace tiempo. Entonces intervenimos cuando de acuerdo al lenguaje del Banco, la volatilidad es excesiva.

CV.- ¿Pero que es lo que está ocasionando esa volatilidad excesiva?, ¿Son las AFP que están adquiriendo dólares para adquirir bonos estructurados, sea del gobierno, sean de empresas, como nos lo señalaron aquí en esta misma cabina un representante de una AFP?. ¿Es esa la razón principal de estos movimientos?, ¿Quiénes más están demandando y por qué razón?, ¿Ya no confían en el sol, qué pasa?.

OD.- Bueno, en el mercado cambiario operan distintos tipos de agentes. Están los exportadores que venden dólares, están los importadores que compran dólares y están

las instituciones financieras, bancos y AFP y ciertamente algunas de estas instituciones son muy grandes. En agosto por ejemplo, cuando el tipo de cambio despegó de 3,25 hacia 3,28 y alcanzó 3,30, las AFP compraron alrededor de 200 millones de dólares en la segunda quincena para adquirir unos bonos estructurados, que son unos papeles financieros, que rinden un interés, tienen un buen rendimiento y que se clasifican como activos nacionales a pesar de que contienen un 49 por ciento de activos extranjeros. Entonces las AFP compran los dólares para posteriormente adquirir estos bonos estructurados, así se les denomina. Estos bonos estructurados en realidad solo se les ofrece a las AFP. Son unas emisiones privadas, el Banco Central, el MEF no tienen información de antemano sobre estas emisiones y si en un mercado cambiario interbancario, que no es muy grande, donde se tranza 60, 80 millones de dólares diarios, una demanda de esta clase puede pues hacer mover el tipo de cambio. Entonces esa es la figura de un elefante moviéndose en una cristalería no muy grande.

CV.- ...efectivamente.

OD.- Entonces, una vez que los otros agentes que operan en el mercado ven que ocurre esto, se suman también al movimiento, y dicen, si estos están comprando y son grandes mejor nos ponemos de su lado. Entonces, tiene un efecto multiplicador. Dicho sea de paso estos bonos estructurados, estos papeles financieros que tienen una parte de activos nacionales y otra parte de activos extranjeros, se compran para eludir el límite a las inversiones en el exterior que fija el Banco Central.

CV.- ¿Y eso es adecuado, de alguna manera también influye? Porque lo que estamos viendo es que esta volatilidad ha sido causada de alguna manera, también por las AFP, hay que decirlo, por diversificar su riesgo, por lo que quieran, pero hay influencia del actuar de ellas. ¿Es adecuada para usted esta actuación, están bien resguardados los recursos de los afiliados del fondo de pensiones; si están de acuerdo o no en el BCR con estos movimientos?.

OD.- Bueno, como usted sabe el Banco Central siempre ha manifestado su preocupación por el efecto que pueda tener estos movimientos, básicamente porque hay una notable asimetría entre el tamaño de los agentes, que es muy grande y el tamaño de los mercados, que en este caso es pequeño. Entonces, nosotros siempre hemos estado preocupados para conciliar, los intereses generales que son los que el Banco Central cautela y representa, con los intereses particulares de tales y cuales instituciones financieras. Y una de esas formas de conciliar estos dos tipos de intereses, la necesaria estabilidad macroeconómica con la necesidad de cierto rendimiento y una cierta diversificación, era justamente este límite a las inversiones en el exterior de las AFP que fija el Banco Central. Ahora, si el límite se elude tenemos estas consecuencias y podríamos adivinar o sospechar ¿qué pasaría por ejemplo si le quitan al Banco Central la facultad de fijar este límite y se lo dan a otras instituciones? De estos proyectos hay algunos en el Congreso.

CV.- Por ejemplo, como lo que se está pensando efectivamente en el Congreso; y va a debatir la próxima semana, la del próximo miércoles. En el Congreso de la República nuevamente hay un proyecto que se ha visto varias veces, ese que tiene que ver con que a la SBS le darían el poder de decisión para este límite de inversión en el exterior.

OD.- La consecuencia sería que tendríamos una volatilidad mucho mayor en el mercado.

CV.- ¿Mayor de la actual?.

OD.- Mucho mayor de la actual, imagínese. Estamos hablando de subir el límite de 10 por ciento al 20 por ciento de la cartera de la AFP. La cartera de las AFP está entre 8 500 y 9 mil millones de dólares. Un 10 por ciento de eso son 850, 900 millones de dólares. Si por esta compra de 200 millones hemos tenido este efecto, hay que recordar que esto tiene un efecto multiplicador porque los otros agentes empiezan a especular si las AFP van a volver a hacer una operación similar o no, y se protegen comprando dólares. Bueno, imagínese que en realidad estemos pensando en no 200 millones, sino en cuatro veces más que eso.

CV.- ¿Se frenaría de esta manera la desdolarización que ustedes de alguna manera habían celebrado hace unos días, señalando que iba avanzando a un ritmo razonable?.

OD.- Obviamente el Banco Central propugna una desdolarización gradual, voluntaria a través del mercado. Y la idea es si usted quiere estar tranquilo hay que vivir en el mundo de los soles. La mayor parte de la gente en este país gana en soles...

CV.- Sí pues.

OD.- ... si usted se endeuda en soles, paga colegios, clínicas etc., en soles y ahorra en soles, todos estos problemas del tipo de cambio, todas estas alzas y bajas del tipo de cambio no le preocupan, no le afectan. Usted está perfectamente aislado de eso. El Banco Central garantiza una inflación baja. Pero no garantiza -porque no puede hacerlo- un tipo de cambio fijo. Entonces, si usted vive en el mundo en soles tiene la garantía del Banco Central. En los últimos cuatro años la inflación promedio anual en el país ha sido 2,3 por ciento. Es la inflación más baja de América Latina y es la inflación más baja de las últimas siete décadas en el Perú. Entonces, lo que el Banco Central dice es, usted opera en soles y obtiene la garantía, la protección del Banco Central.

CV.- Y todo eso ¿se iría al tacho, al agua si es que el Congreso aprueba este proyecto?

OD.- Ese proyecto puede introducir una mayor volatilidad del precio del dólar y esa volatilidad mayor en el precio del dólar puede tener una serie de consecuencias. Para la gente que está sólo en soles, que sólo vive en el mundo en soles, esa gente está aislada de los movimientos en el tipo de cambio mientras el Banco Central mantenga la inflación baja, pero hay mucha gente en el Perú -porque esto viene de la historia pasada- hay mucha gente que tiene un pie en el mundo en soles y otro pie en el mundo en dólares.

CV.- Pero hay un contra argumento que ha dado el presidente

OD.- Pero, déjame terminar este asunto. Entonces uno gana en soles y está endeudado en dólares, es una figura típica, bueno una subida del tipo de cambio lo perjudica.

CV.- Pero que le diría usted por ejemplo a los señores como Rafael Aíta que ha señalado que hoy las AFP mas o menos administran 9 mil 500 millones pueden invertir sólo el 10,5 por ciento y dice que no hay razón para que dicho límite no se amplíe teniendo en cuenta que hoy el Fondo Consolidado de Reservas invierte en el exterior los fondos en bancos triple A, etc. No hay ninguna razón dice él, porque hay un tema de equidad respecto a este límite, ¿qué le decimos a este señor?

OD.- Le decimos que tenemos una estabilidad macroeconómica ganada con mucho esfuerzo, y ampliar bruscamente el límite puede poner en riesgo esa estabilidad macroeconómica.

CV.- O sea que si en el Congreso si le hicieran caso a este proyecto ¿sí atendería contra esta estabilidad macroeconómica?

OD.- Yo creo que sí, creo que estamos viendo esas consecuencias ahora a una escala mucha más pequeña, reducida. Pero podríamos fácilmente traspolar de esta experiencia reciente que hemos tenido en el mercado cambiario y ver lo que pasaría con un shock más grande. No una compra de 200 millones de dólares sino una de 800.

CV.- O sea nos llevaría a una situación de shock , dice usted.

OD.- Nos llevaría a una volatilidad mayor. Ciertamente el Banco Central ha acumulado reservas suficientes en los últimos 2, 3 años para garantizar que tenemos los recursos para mantener la estabilidad macroeconómica pero tampoco hay que ponerla en riesgo sin mayores razones.

CV.- Y este asunto de los multifondos que también...

OD.- Ahora en el caso de los fondos del FCR, estos fondos vinieron de privatizaciones de la década anterior, y durante una gran parte del tiempo estos fondos estuvieron en realidad en las reservas del BCR manejada por el Banco Central. Entonces es una situación completamente diferente. Una última cosa que quizás pudiéramos mencionar referente a este asunto. El límite a las inversiones en el extranjero de las AFP, que fija el BCR, tiene ciertas limitaciones. Lo que básicamente implica es que en realidad no se pueden trasladar repentinamente fondos desde el país hacia el extranjero, pero no impide que las AFP puedan trasladar repentinamente fondos muy grandes de soles a dólares o viceversa.

CV.- Ahora teniendo en cuenta que actualmente...

OD.- ...entonces

CV.- sí...

OD.- ...este es un asunto que hay que tomar en cuenta. En Chile por ejemplo, las AFP tiene una regulación adicional al límite de inversiones en el extranjero.

CV.- ¿Cuál es esa?

OD.- Esa regulación dice que si las AFP invierten en dólares o en activos denominados en dólares, tienen simultáneamente la obligación de vender dólares a futuro. ¿Que quiere decir esto? Básicamente que las AFP tienen que firmar un contrato con alguien y le dicen, mire yo le voy a entregar dólares a 30, 60 ó 90 días, y lo único que hacemos es fijar el precio hoy día. Entonces, de esta manera las AFP, las variaciones del tipo de cambio no afecta al valor del portafolio de las AFP. Si el tipo de cambio sube, se mueven simultáneamente sus activos y sus pasivos en dólares. Y si el tipo de cambio baja ocurre lo mismo, es decir el portafolio de las AFP está aislado de las variaciones del tipo de cambio. Eso no ocurre acá.

CV.- Eso tendría que hacerse, ¿ese cambio tendría que hacerse doctor Dancourt en nuestro medio? ¿Tendría que hacerse ese cambio en nuestro medio, tendría que dárseles esa posibilidad a las AFP?

OD.- Yo creo que sí, el BCR está propugnando que se introduzca una legislación similar. Esto además tiene otra virtud porque permite desarrollar un mercado donde otros agentes también se pueden aislar de las variaciones del tipo de cambio. Si las AFP tienen que vender dólares a futuro, hay otros agentes que pueden comprar dólares a futuro.

CV.- ¿Pero eso no es hacerle competencia a los bancos ingresar en una actividad que están los bancos?

OD.- No. Hay un mercado de dólares a futuro en el Perú donde participan los bancos y pueden participar otras instituciones financieras también. Es al contrario, es un proceso para ampliar y desarrollar el mercado y permitir que efectivamente haya un seguro cambiario.

CV.- ¿Ustedes van a presentar alguna iniciativa al respecto, tendría que hacerse esto a través del Congreso, tendría que ser una norma aprobada por el Banco Central de Reserva, que tendría que ocurrir?

OD.- Hay un compromiso en la Carta de Intención que hemos firmado con el FMI, para desarrollar este tipo de mercado e instrumentos que permite comprar un seguro cambiario. Por ejemplo, una empresa que gana en soles, que vende en soles, pero está endeudada en dólares, puede comprar estos dólares a futuro y fijar el tipo de cambio al cual va a comprar los dólares no ahora sino dentro de 3 meses o 6 meses cuando le toca pagar su deuda. Eso es básicamente una regulación que hay que introducir.

CV.- ¿Cuándo cree que se materializaría esa regulación? ¿Que tan avanzados están los estudios, que tan avanzado está todo esto, tendría que hacerse a través de una norma aprobada por el directorio del BCR? ¿Bastaría ello?, ¿Tendría que hacerse con una norma a través del Congreso, como haría operativo esto?

OD.- Entiendo que básicamente sería una regulación de la SBS.

CV.- ¿Y ustedes creen que Superintendencia de Banca y Seguros va a estar de acuerdo?

OD.- Como le dije hay una referencia y un compromiso en la Carta de Intención que firmaron, que firmó el Ministro de Economía...

CV.- ¿Y había fecha para ese compromiso, hay que hacerlo antes de qué año mas o menos, si es que nos hemos adelantado?

OD.- No, no tiene fecha el compromiso.

CV.- No tiene fecha el compromiso. En todo caso dado que actualmente las AFP están adquiriendo estos bonos estructurados sean de empresas o sean del gobierno...

OD.- Estos bonos estructurados son unos papeles que sólo se ofrecen a las AFP el resto del mercado en realidad no se entera porque son emisiones privadas, no son emisiones

públicas. El resto del mercado no tiene información, las autoridades en este caso el BCR o el MEF tampoco tienen información.

CV.- ¿Deberían tener información, debería eso también hacerse?

OD.- Me parece que sí.

CV.- ¿Y cómo se obliga a estos agentes?, ¿Tendría que hacerse alguna norma, no se les pueda obligar también a informar esto?.

OD.- Eso depende de cómo, cuáles sean las características que regulan estas emisiones.

CV.- Y ahí ¿Conasev tendría que intervenir, quién tendría que intervenir en esto?

OD.- Creo que sí.

CV.- Conasev... ¿usted va a dirigir una misiva a la presidenta de Conasev al respecto o no?

OD.- Creo que ellos tienen conocimiento del problema y están actuando.

CV.- Ustedes estaban investigando además el tema ¿no? Yo recuerdo que Kurt Burneo, director del BCR habló conmigo un momento y mencionó que iban a ver la investigación al respecto ¿Qué tan avanzada está esa investigación y si va a llevar a algo esto? Sobre el tema este de la adquisición por parte de las AFP de estos bonos estructurados y el movimiento que había significado toda una investigación?

OD.- Como le digo, estamos recabando información. Estos bonos estructurados básicamente significan que con ellos el límite en realidad ha aumentado un punto y medio, dos puntos más. En vez de estar en 10,5 en la práctica está...

CV.- ...en 12

OD.- ...en 12 y algo.

CV.- Y si a eso le sumamos la posibilidad de que se transfiera esta decisión del límite de inversión a la Superintendencia de Banca entonces el límite sería mayor todavía.

OD.- Ah sí, claro. Estamos en realidad comprando problemas no para el futuro lejano...

CV.- Otra cosa que se ha dicho doctor Dancourt es esta diferencial de tasas de interés, tanto en soles como en dólares y lo que viene sucediendo por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos ¿Qué va a hacer el Banco Central de Reserva respecto al manejo de la tasa de interés? ¿La moverá hacia arriba también, no la moverá? ¿Qué es lo que podemos esperar los agentes económicos y eso cómo va a repercutir en las decisiones de ahorro por parte de los agentes económicos en nuestro país?

OD.- Ahí hay que aclarar dos cosas. El Banco Central fija, no la fija, en realidad regula es la palabra, fija una tasa de interés de muy corto plazo. Es en realidad la tasa de interés, el Banco Central regula la tasa de interés a la cual los bancos se prestan por un día en el mercado interbancario. O sea un banco le presta a otro, dinero por un día a esa tasa. Esa

es la tasa de interés que fija el Banco Central y esa es la tasa de interés de la cual se habla a veces en los periódicos y esa tasa de interés es la que ahora en el Perú está en 3 por ciento anual y en Estados Unidos está en 3,75 por ciento anual. Entonces, como la tasa de interés en Estados Unidos en el mismo mercado interbancario análogo al nuestro está en 3,75 y la nuestra está en 3, se dice que hay un diferencial negativo de tasa de interés, es decir que la tasa de interés en soles aquí es menor que en Estados Unidos. Ahora, esa tasa de interés a un día no es relevante para ninguna decisión de consumo o inversión. A ninguna persona le prestan a esta tasa de interés...

CV.- ... pero a los institucionales sí, ¿no es cierto? A los grandes

OD.- El punto es que hay diversas tasas de interés. Entonces, por ejemplo, para los depósitos a plazos de 31 a 180 días, según datos del Banco Central, ese diferencial es positivo, es decir, las tasas de interés en soles son mayores que las tasas de interés en dólares. Para los depósitos a plazo de 181 a 360 días ocurre lo mismo, las tasas en soles son mayores que las tasas en dólares. Hay algunas tasas que efectivamente en las que ocurre lo contrario, por ejemplo, a las grandes empresas los bancos le prestan a 90 días que es una tasa que se llama tasa activa preferencial; efectivamente esa en soles está un poquito por debajo de la tasa correspondiente en dólares. Lo quiero decirle es que no es tan simple como decir la tasa en soles está por debajo de la tasa en dólares. No es así. Hay algunas tasas de muy corto plazo que son efectivamente relevantes para algunos inversionistas institucionales que en soles son más bajas que en dólares, pero para el común de la gente y para el común de las empresas, normalmente las tasas en soles están por encima de las tasas en dólares.

CV.- En consecuencia, ¿qué es lo que va a hacer el Banco Central? ¿No va a modificar la tasa, la van a dejar, van a mantenerse esta diferencia entre la tasa de la Reserva Federal sea superior a la tasa del Banco Central de Reserva?

OD.- Ahora que, ciertamente, el Banco Central fija esta tasa de corto plazo con el objetivo de influir sobre las otras tasas a largo plazo en soles. Así es como funciona la política monetaria. ¿Cómo fija el Banco Central esta tasa de interés? La idea más simple es, si la inflación está subiendo y el Banco Central cree que va a seguir subiendo entonces sube la tasa de interés. Si la inflación está bajando y el Banco Central cree que va seguir bajando entonces el Banco Central baja la tasa de interés. Ese es, en términos generales, la manera, la regla, la forma en que el Banco Central fija la tasa de interés como lo hacen además, todos los bancos centrales del planeta que usan este mismo sistema de metas explícitas de inflación que nosotros usamos

CV.- ¿Y qué esperan entonces ustedes?

OD.- La inflación ahora está por debajo del piso, usted sabe que el Banco Central no tiene un número fijo para la inflación, sino una franja. Hay un techo que es 3,5 por ciento anual y un piso que es 1,5 por ciento anual. La inflación en los últimos 12 meses, desde hace tres meses, cuatro meses, esta por debajo del piso de este rango meta del Banco Central; o sea, está por debajo de 1,5, está en 1,1 ó 1,2 en los últimos meses. Entonces, en esas condiciones el Banco Central ha decidido hasta ahora, una tasa de interés relativamente baja. No la bajó, sino simplemente la ha mantenido baja en 3 por ciento. Las proyecciones que tenemos para el futuro inmediato son que esta tasa de inflación va ir subiendo poco a poco hasta introducirse en el rango meta hasta ser 1,5, alrededor de diciembre. Y mientras eso sucede, mantenemos la tasa, lo que nosotros hacemos ahora es mantener

la tasa de interés en 3 por ciento para que la inflación entre otra vez en este rango. El punto es que la actuación aquí del Banco Central es simétrica. No queremos que la inflación suba por encima del 3,5, y tampoco queremos que baje por debajo de 1,5.

CV.- Finalmente, Dr. Dancourt, el Banco Central de Reserva seguirá interviniendo con la venta de dólares, porque ayer ha hecho una intervención, la primera en tres años. ¿Se espera que hoy también intervenga en el mercado? y ¿cuánto tiempo cree que va durar esta volatilidad?

OD.- Hoy día hemos vendido 11 millones y medio de dólares y el tipo de cambio interbancario ha cerrado en 3,396.

CV.- ¿Y la volatilidad? ¿Cree que se mantendrá, cuál va a ser el comportamiento entonces, qué le decimos a la gente? ¿Hay razones para preocuparse, para angustiarse? ¿No hay que preocuparse de esto?

OD.- Yo diría que la ciudadanía debe saber que el Banco Central va a mantener, va a hacer todo lo posible, y tiene todos los recursos a su disposición para mantener la estabilidad macroeconómica y la inflación baja. Y que, en ese sentido, garantizamos una inflación baja, pero el Banco Central no puede simultáneamente garantizar un tipo de cambio fijo y que ahí hay una cierta volatilidad normal con la cual tenemos que aprender a convivir. Pero al mismo tiempo no vamos a permitir ninguna volatilidad excesiva que ponga en riesgo los logros macroeconómicos que hemos alcanzado.

CV.- Muy bien Dr. Dancourt, queremos agradecerle por su participación, interesantes las explicaciones que nos ha dado y vamos a ver qué sucede la próxima semana en el Congreso si a pesar de todas las explicaciones que nos ha dado insisten en trasladar la responsabilidad de la decisión de los límites de inversión de las AFP en el exterior a la Superintendencia de Banca y Seguros. Muchas gracias

OD.- Muchas gracias Clorinda

Lima 13 de octubre de 2005