

# Las intervenciones cambiarias

FRANCISCO GRIPPA\* Y ROCÍO GONDO\*\*

## ¿Son consistentes con un esquema de metas de inflación?

En los últimos años se ha observado que el Banco Central ha intervenido en el mercado cambiario, tanto en posición compradora como vendedora. ¿Son estas intervenciones cambiarias consistentes con el esquema de metas explícitas de inflación que el Banco implementa desde 2002 para su política monetaria? En este artículo intentamos responder a esta pregunta.

\* Jefe del Departamento del Programa Monetario.

\*\* Especialista en Política Monetaria del Departamento del Programa Monetario

## ESQUEMA DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCRP

Goldstein (2002)<sup>1</sup> propone un esquema para la política monetaria que describe como managed floating plus (MFP). El esquema que sugiere tiene tres pilares. El primero es adoptar un tipo de cambio flexible. Esta flexibilidad cambiaria permite contar con una política monetaria independiente en un contexto de libre movilidad de capitales. Así, la política monetaria se puede enfocar en mantener la estabilidad de precios y en estabilizar la economía doméstica, en tanto que el tipo de cambio puede ser empleado para absorber los efectos de choques sobre la economía. De esta manera, se evita que sean los precios y salarios los que se tengan que ajustar, proceso que es usualmente lento dada la rigidez a la baja de los mismos y que conlleva por ello un efecto negativo sobre la actividad económica.

A la vez, sin embargo, el MFP reconoce el hecho que en los balances de los ciudadanos puede existir un descalce de monedas (dolarización financiera, por ejemplo). Debido a esto, el segundo pilar del esquema es la implementación de un conjunto de medidas para desincentivar este descalce, dado que genera riesgos para la economía, tanto de insolvencia como de iliquidez, como Armas y Grippa (2005)<sup>2</sup> los describen. Así, Goldstein busca adaptar los beneficios de mantener un tipo de cambio flexible a una situación en la que fluctuaciones bruscas del tipo de cambio pueden causar acelerados deterioros en los balances de los agentes económicos con descalce de monedas, afectándose no sólo su liquidez y solvencia, sino también la de otros agentes económicos (externalidades negativas). A medida que este descalce de monedas se reduzca, el tipo de cambio podrá fluctuar más.

La flexibilidad cambiaria, sin embargo, hace necesario encontrar un ancla nominal para la política monetaria –distinta al tipo de cambio– que le permita a ésta cumplir con su objetivo. Goldstein argumenta que el esquema de metas de inflación es el que mejor sirve para este propósito. Con ello se completan los tres pilares del MFP.

El esquema es consistente en el sentido que las medidas destinadas a desdolarizar la economía permiten que el tipo de cambio flote más, lo que incrementa la credibilidad de la meta de inflación, hace menos predecible el rendimiento de los activos en dólares e incentiva la toma de coberturas cambiarias en el sector privado. A su vez, esto aumenta la disposición a invertir en activos denominados en moneda doméstica y a plazos más largos (desarrollo del mercado de capitales en moneda local), desdolarizándose la economía y reduciéndose el descalce de monedas en los balances de los agentes económicos. La reducción del descalce de monedas permite una mayor flotación cambiaria.



**INTERVENCIONES.** Las compras y ventas de dólares en mesa de negociaciones buscan atenuar las fuertes volatilidades del tipo de cambio.

De aquí se desprende que la métrica para evaluar el éxito del MFP consta de cuatro aspectos: el cumplimiento sistemático de la meta de inflación, el grado de credibilidad en la meta, una gradual desdolarización de la economía y el paulatino incremento de la flexibilidad cambiaria.

Según la Constitución, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tiene por finalidad mantener la estabilidad monetaria y cuenta con autonomía para lograr este objetivo. El Banco ha anunciado públicamente que tiene una meta de inflación de 2,5 por ciento (+/- un punto porcentual) respecto a la tasa de inflación del índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana acumulada en los últimos doce meses. Esta meta refleja el compromiso del Banco con la estabilidad monetaria y actúa como guía para las acciones que toma. Asimismo, permite al público constatar si cumple con su mandato al ser posible comparar la tasa de inflación realizada con la meta, con lo que la rendición de cuentas es automática.

El Banco evalúa un conjunto de indicadores de presiones inflacionarias y deflacionarias y decide el nivel de la tasa de interés interbancaria overnight que es consistente con la meta de inflación. Anuncia luego el nivel de referencia para esta tasa de interés, y sus operaciones monetarias se dirigen a que se sitúe en él. Los cambios en la tasa de interés interbancaria se trasladan luego a las demás tasas de interés del mercado (Memoria BCRP, 2004). Adicionalmente, el Banco explica la racionalidad de sus decisiones a fin de que la meta de inflación sea creíble.

El BCRP, como parte de su esquema de política, no sólo cuenta con una meta de inflación y con un sistema para alcanzarla, sino que también implementa un conjunto de medidas que buscan controlar los riesgos de insolvencia e iliquidez que genera la dolarización financiera. Esta dolarización, aun cuando se ha ido reduciendo en los últimos años debido a las me-

<sup>1</sup> Goldstein, Morris. "Managed floating plus: the great currency regime debate", Institute for International Economics, 2002.

<sup>2</sup> Armas, A. y F. Grippa. "Targeting inflation in a dollarised economy: the Peruvian experience", Lima Conference on Policy implications of de facto dollarisation, 2005.

didadas que se han implementado, todavía es alta.

Las medidas que el Banco Central implementa para controlar los riesgos de insolvencia e iliquidez que genera la dolarización financiera se dividen según Armas y Grippa en tres tipos:

- Las dirigidas a reducir la dolarización financiera.

Entre ellas se encuentran mantener una tasa de inflación baja; hacer creíble la meta de inflación; favorecer el desarrollo del mercado de deuda local en soles nominales; y promover medidas que, por un lado, restablezcan el pleno uso del sol en las transacciones económicas y, por otro, que incentiven que el público tome sus decisiones pensando en términos de soles.

- Las dirigidas a que los agentes económicos interioricen, por un lado, el riesgo de insolvencia que se ocasionan y que ocasionan a otros al operar en una moneda en la que no generan sus ingresos; y por otro, el costo de oportunidad en que se incurre al tener que mantener activos líquidos en dólares (reservas internacionales en el Banco Central) para hacer frente al riesgo de iliquidez. Para ello se exige a las empresas financieras un alto requerimiento de encaje en dólares, fondos que son remunerados con una tasa de interés inferior a su costo de oportunidad. De esta manera, para la empresa financiera es más costoso financiar sus operaciones crediticias con fondos en dólares, lo que se reflejará en las tasas de interés activas y pasivas y desincentivará al público a operar en esta moneda.

- Las dirigidas a amortiguar los efectos negativos sobre la liquidez y solvencia de los agentes económicos de una depreciación abrupta y significativa del sol, en tanto la dolarización financiera continúa siendo elevada. El Banco Central mantiene para ello un alto nivel de activos líquidos en moneda extranjera (reservas internacionales), en particular de posición de cambio (fondos líquidos en dólares del propio BCRP) y de depósitos de encaje de las empresas financieras (lo que reduce el riesgo moral de la posición de prestamista

de última instancia del BCRP). Adicionalmente, suaviza la trayectoria del tipo de cambio, moderando fluctuaciones bruscas del mismo, para lo cual interviene en el mercado cambiario o vende certificados de depósito indexados al tipo de cambio (CDRBCRP) a distintos plazos.

Este esquema es muy similar al MFP que Goldstein propone como el más adecuado en un contexto de dolarización financiera y en el que el Banco Central desea contar con una política monetaria independiente y con un tipo de cambio flexible. Sin embargo, es importante señalar que aun cuando es entendible el deseo del BCRP de suavizar los movimientos bruscos del tipo de cambio, lo que no es inconsistente con el MFP, sí lo es el que se perciba la existencia de un seguro cambiario por parte del Banco Central: el eliminar los movimientos del tipo de cambio no fomenta la interiorización de los riesgos que la dolarización financiera genera.

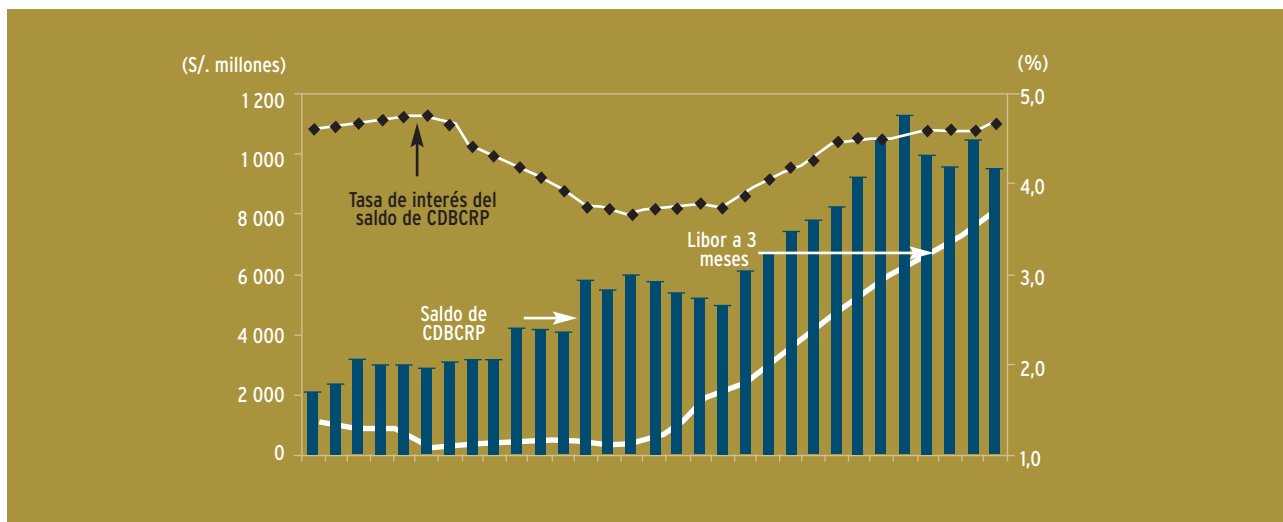
¿Ha sido exitoso el esquema que ha implementado el BCRP? Intentaremos responder a esta pregunta describiendo dos episodios de intervenciones en el mercado cambiario durante los últimos tres años, el

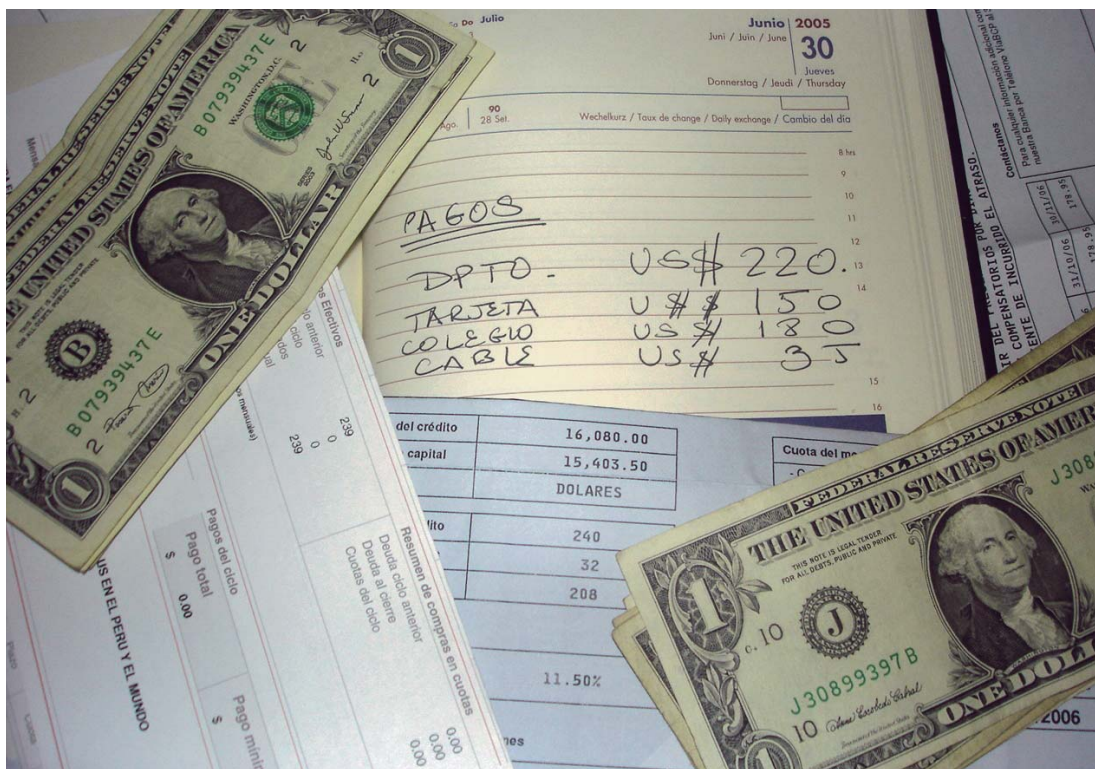
**CUADRO 1** Cobertura brindada por las reservas internacionales

	2002	2003	2004	2005
1. RIN / deuda de un año (número de veces) <sup>1</sup>	2,1	2,1	2,2	2,6
2. RIN / liquidez total (%)	65	67	73	72

<sup>1/</sup> Deuda de corto plazo y compromisos de amortización de la deuda de mediano y largo plazo para el siguiente año. En 2004 no se incluye el monto de deuda externa pública prepagado en 2005.

**GRÁFICO 1** Saldo de CDBCRP y tasas de interés del saldo de CDBCRP y Libor a tres meses en dólares: 2003 - 2005 (julio)





**BCRP.** En sus reportes de inflación entre el 2004 y 2005, el BCRP anticipó posibles aumentos de las tasas de interés internacionales.

primero en posición compradora y el segundo en posición vendedora, y evaluando luego, empleando la métrica antes descrita, si estas intervenciones cambiarias han impedido el éxito de la política monetaria.

**POLÍTICA MONETARIA E INTERVENCIONES CAMBIARIAS: 2003-2006**

Entre inicios de 2003 y mediados de 2005, el tipo de cambio nominal mostró una tendencia decreciente. Según el Banco Central, esto respondió a tres factores, principalmente:

- Al proceso gradual de desdolarización que se es-

taba registrando en el sistema financiero. Entre fines de 2002 y agosto de 2005, la dolarización de la liquidez del sistema bancario se redujo en doce puntos porcentuales, de 65 por ciento a 53 por ciento. La dolarización del crédito del sistema financiero al sector privado, por su parte, disminuyó en siete puntos porcentuales, de 76 por ciento a 69 por ciento.

- Al influjo de dólares proveniente del resultado del comercio exterior, asociado al auge de las exportaciones. En este sentido, la balanza comercial pasó de US\$ 292 millones en el año 2002 a US\$ 5 163 millones en 2005.

**CUADRO 2 | Mercado cambiario: 2005 - 2006 (mayo)**

Mes	Operaciones del público con la banca <sup>1/</sup>		Flujo de la posición de cambio de la banca	Operaciones del BCRP con la banca <sup>1/</sup>		Tipo de cambio (cierre)
	Mercado forward	Mercado spot		Ventas netas spot	Colocación neta de CDRBCRP	
<b>2005</b>						
JUL	361	452	49	-765	0	3,25
AGO	211	-43	-46	-214	0	3,28
SET	37	-35	-31	-33	0	3,34
OCT	-106	67	45	34	50	3,38
NOV	-107	122	68	53	0	3,42
DIC	-525	-79	40	345	300	3,42
<b>2006</b>						
ENE	-310	-118	-69	355	4	3,31
FEB	-130	262	74	-59	0	3,30
MAR	-352	458	96	0	-10	3,37
ABR	-59	103	44	0	0	3,31
MAY	-208	143	-66	-1	0	3,30

<sup>1/</sup> DEMANDA DE DÓLARES CON SIGNO NEGATIVO / OFERTA CON SIGNO POSITIVO

- Al aumento de las remesas de los ciudadanos peruanos en el resto del mundo. Estas remesas se incrementaron de US\$ 705 millones en 2002 a US\$ 1 440 millones en 2005.

En esta situación, el Banco Central podía dejar que el tipo de cambio disminuyera o no; para lo último podía reducir su tasa de interés de política o intervenir en el mercado cambiario y acumular reservas internacionales. El Banco eligió dejar que el tipo de cambio baje y acumular reservas internacionales.

Las compras de dólares en el mercado cambiario entre 2003 y octubre 2005 ascendieron a alrededor de US\$ 6,5 mil millones; US\$ 2,1 mil millones se vendieron al Tesoro Público, principalmente para el pago de la deuda externa, y el resto pasó a formar parte de la posición de cambio del Banco Central; las reservas internacionales aumentaron de US\$ 9,6 mil millones a fines de diciembre de 2002 a US\$ 15,3 mil millones en julio de 2005, en tanto que la posición de cambio pasó de US\$ 3,3 mil millones a US\$ 8,0 mil millones.

De esta manera, las reservas internacionales se situaron a fines de 2005 en un nivel equivalente a 2,6 veces el monto a pagar en los próximos doce meses por concepto de deuda con no residentes. Adicionalmente, cubren más del 70 por ciento de la liquidez total del sistema bancario, lo que permite hacer frente a eventuales situaciones de volatilidad al alza del tipo de cambio o de desconfianza en el sistema financiero.

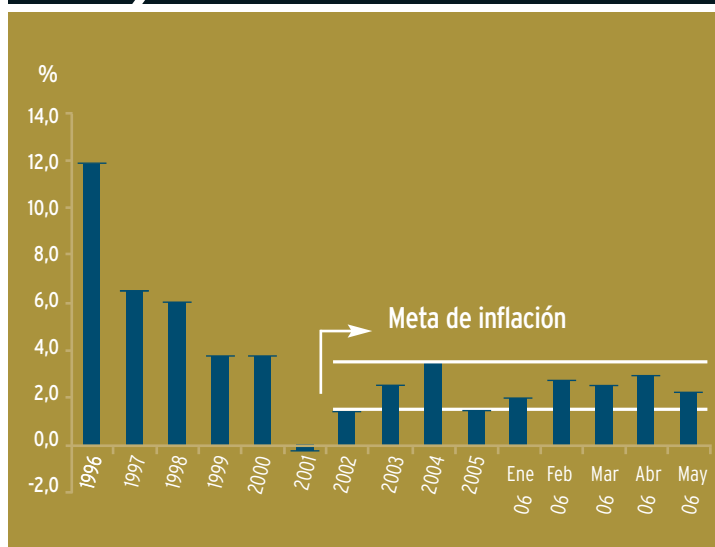
Según los reportes de inflación del BCRP publicados entre 2004 y 2005, el Banco anticipaba riesgos sobre la economía al considerar posibles aumentos de las tasas de interés internacionales, lo que elevaría el riesgo país; procesos electorales en América Latina entre fines de 2005 y 2006, los que podían también elevar el riesgo país según el desarrollo de los mismos, especialmente el proceso electoral local en 2006; y la incertidumbre de qué tan significativo era el componente transitorio del aumento que se daba en los términos de intercambio (el índice de precios de los productos exportados se incrementó en 55 por ciento entre 2003 y 2005, mientras que los términos de intercambio lo hicieron en 18 por ciento en el mismo período). Estos riesgos, según el BCRP, justificaban la acumulación de reservas internacionales de manera preventiva, las que luego podían ser empleadas si se registraban choques negativos sobre los mercados cambiario y financiero, como parte de su estrategia de control de los riesgos asociados a la dolarización financiera antes descrita, amortiguando así el impacto sobre la actividad económica y los precios en general.

Las compras de dólares del BCRP fueron parcialmente esterilizadas. Esta esterilización de los soles inyectados al mercado interbancario era coherente con el hecho que la tasa de interés interbancaria debía situarse en el nivel de referencia, consistente con una tasa de inflación en el nivel de la meta. Para ello, se emitieron certificados de depósito (CDBCRP) a

distintos plazos, desde una semana hasta tres años. Así, el saldo de estos títulos se incrementó de S/. 1,6 mil millones en diciembre de 2002 hasta un máximo de S/. 11,3 mil millones en marzo de 2005; actualmente, el saldo se encuentra en S/. 4,4 mil millones.

La esterilización parcial de los soles inyectados a través de las compras de dólares del Banco Central fue coherente con el hecho que la demanda de soles estaba aumentando (en el contexto de desdolarización financiera), tanto por el público como por los bancos; en el caso de los últimos debe considerarse que la liquidez se desdolarizaba más rápido que los créditos, por lo que los bancos registraban una mayor exposición a la apreciación del sol. En esta situación, la demanda de títulos en soles era mayor, con lo que el incremento de la oferta de CDBCRP no afectó significativamente la tasa de rendimiento de estos títulos.

**GRÁFICO 2** ■ Inflación IPC y meta de inflación: 1996 - 2006

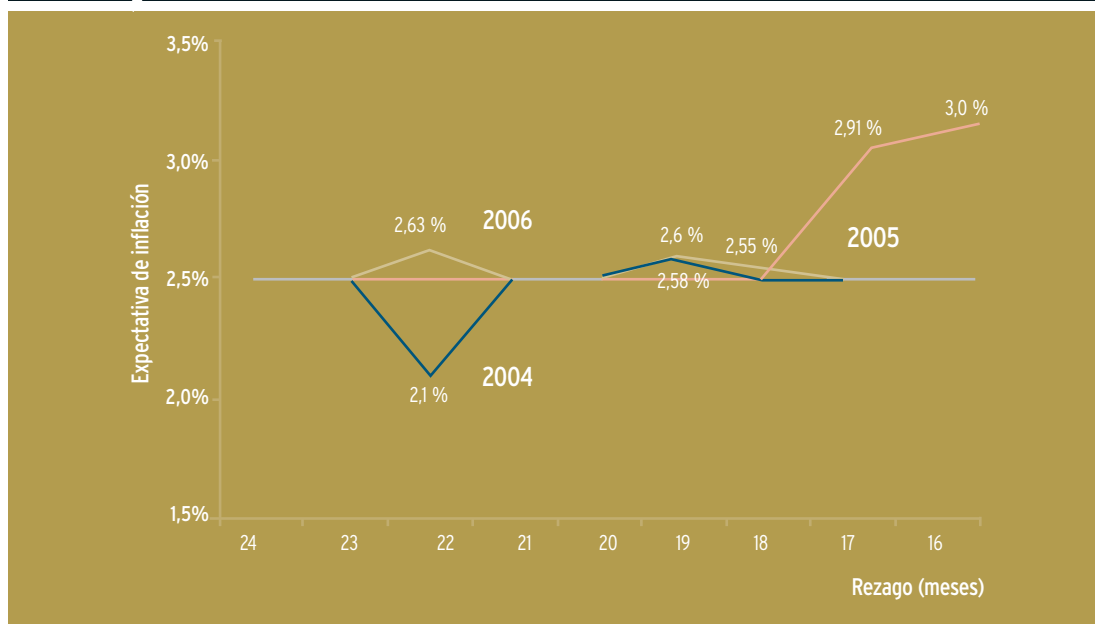


El episodio contrario, el de significativas presiones al alza sobre el tipo de cambio, se dio a partir del cuarto trimestre de 2005. Es importante señalar que ya desde agosto se habían dado presiones al alza sobre el tipo de cambio, pero la causa de las mismas fue distinta a la que desde octubre generó el episodio que se describirá.

En octubre de 2005 se empezó a registrar una mayor incertidumbre, relacionada con el resultado del proceso electoral que se llevaría a cabo en el segundo trimestre de 2006. Esto ya lo había anticipado el BCRP en sus reportes de inflación y había sido uno de los argumentos con los que sustentó sus intervenciones cambiarias en posición compradora de moneda extranjera entre 2003 y 2005. Esta mayor incertidumbre elevó el riesgo país y las expectativas de depreciación del sol desde el cuarto trimestre de 2005.

Las mayores expectativas de depreciación se reflejaron a su vez en una mayor demanda del público por

**GRÁFICO 3** ■ Expectativas de inflación: 2003-2006



FUENTE: ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS, BCRP

instrumentos de cobertura contra el riesgo cambiario. Así, el saldo de ventas netas forward de moneda extranjera de la banca se elevó de US\$ 294 millones a fines de setiembre de 2005 a US\$ 1 579 millones en marzo de 2006, lo que afectó la cotización spot.

Durante el período que se describe, también la banca incrementó su cobertura contra el mayor riesgo cambiario, al aumentar su posición de cambio en alrededor de US\$ 300 millones entre setiembre de 2005 y abril de 2006, lo que creó presiones adicionales al alza sobre el tipo de cambio en el mercado spot.

En esta situación de incertidumbre que generaba presiones significativas al alza sobre el tipo de cambio, el BCRP intentó suavizar la trayectoria alcista de esta variable al aumentar la oferta de dólares (US\$ 786 millones en el mercado spot) y de cobertura contra el riesgo cambiario (activos en soles indexados al tipo de cambio -CDRBCRP- por el equivalente a US\$ 409 millones).

Durante los meses posteriores, en particular desde marzo, la mayor demanda forward de dólares fue compensada por la oferta de dólares en el mercado spot asociada a la necesidad de soles para regularizar el pago del impuesto a la renta, regularización que registró un aumento de 51 por ciento respecto a 2005 y pasó de S/. 1,8 mil millones en 2005 a S/. 2,8 mil millones en 2006. Por ello, no se generaron presiones significativas al alza sobre el tipo de cambio; el BCRP no intervino en posición vendedora desde enero.

**¿HAN SIDO LAS INTERVENCIONES CAMBIARIAS DE LOS ÚLTIMOS TRES AÑOS INCONSISTENTES CON EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN?**

La descripción realizada refleja situaciones de fuertes presiones a la baja y al alza sobre el tipo de cambio. En esta situación, el BCRP intervino con compras y ventas de dólares en el mercado cambiario. ¿Fueron estas intervenciones cambiarias inconsistentes con el esquema de metas explícitas de inflación?

La primera pregunta que debe hacerse es si las intervenciones cambiarias son inconsistentes con el esquema que propone Goldstein. La respuesta es no: el MFP de Goldstein no es inconsistente con las intervenciones cambiarias, siempre y cuando éstas se subordinen al cumplimiento de la meta de inflación y a su credibilidad. Es decir, en el caso en que haya un conflicto entre el cumplimiento de la meta de inflación y las consideraciones cambiarias, se privilegiará el primero. Adicionalmente, las intervenciones cambiarias no deben detener el

**CUADRO 3** ■ Coeficiente de variabilidad del tipo de cambio y de la tasa de interés interbancaria: 1999 - 2006 (abril)

Año	Tipo de cambio (a)	Tasa de interés interbancaria (b)	Ratio (%) (a) / (b)
1999	0,005	0,31	1,6
2001	0,003	0,11	2,8
2003	0,001	0,03	4,9
2004	0,003	0,03	12,2
2005	0,002	0,02	12,7
2006 (abr.)	0,008	0,03	26,8

FUENTE: REPORTE DE INFLACIÓN DE MAYO DE 2006, BCRP

proceso de reducción del descalce de monedas (desdolarización financiera). ¿Han cumplido las intervenciones cambiarias del BCRP con estas exigencias?

En primer lugar, la meta de inflación refleja el compromiso del BCRP con el mandato de estabilidad monetaria que se le ha encomendado. ¿La ha cumplido en estos tres últimos años en los que se han dado intervenciones en el mercado cambiario? Sí, lo ha hecho. En un proceso de rendición de cuentas, el Banco Central podría asegurar que la meta de inflación se ha cumplido desde que el esquema de metas explícitas de inflación fue adoptado en 2002. En este sentido, las intervenciones cambiarias no han impedido que cumpla con su mandato.

En segundo lugar, ¿se ha afectado la credibilidad de la meta de inflación? Si se percibe que las intervenciones cambiarias buscan que el tipo de cambio se sitúe en un determinado nivel, podría reducirse la credibilidad de la meta de inflación. ¿Ha ocurrido esto? Las encuestas de expectativas macroeconómicas que realiza mensualmente el Banco Central confirman que las expectativas de inflación del público se han mantenido alrededor de la meta.

Las expectativas de inflación para 2005 muestran una elevación entre julio y agosto de 2004. Aquí es importante recordar que durante la segunda mitad de 2004 se registraron presiones inflacionarias al alza, relacionadas con el aumento de precios de combustibles y de productos agrícolas. Sin embargo, a pesar de que éstos eran incrementos de precios que el Banco percibía como transitorios, los choques fueron recurrentes. Ello generó un alza de las expectativas de inflación por encima de la meta de 2,5 por ciento, como se aprecia en el gráfico 3.

En esta situación, el Banco elevó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, en agosto y octubre, en 25 puntos base en cada ocasión. Un menor estímulo monetario era inconsistente con un supuesto deseo de mantener el tipo de cambio por encima de algún nivel determinado, dada la tendencia a la baja que entonces registraba. Asimismo, el Banco redujo sus compras de dólares en el mercado y el tipo de cambio experimentó una mayor disminución.

De esta manera, en una situación en que se dieron intervenciones cambiarias en posición compradora (las que reducían las presiones a la baja sobre el tipo de cambio y permitían acumular preventivamente activos líquidos en dólares) que entraban en conflicto con el cumplimiento de la meta de inflación, el Banco Central privilegió la segunda. Así, se prefirió adoptar medidas enfocadas en que la inflación no se desviara de la meta, aun cuando ello implicaba que el sol se apreciara. Las dos alzas de la tasa de interés de referencia per-

mitieron que las expectativas de inflación se alinearán nuevamente con la meta: en noviembre de 2004, la expectativa de inflación de la banca para 2005 volvió a situarse en 2,5 por ciento.

En el episodio de volatilidad cambiaria al alza de 2005-2006, la elevación de la tasa de interés de referencia ha sido consistente tanto con el deseo de moderar el dinamismo de la actividad económica para hacerlo coherente con el cumplimiento de la meta de inflación, como con la suavización de la tendencia al alza del tipo de cambio. Sin embargo, se puede mencionar que, en vista de la menor liquidez de la banca desde marzo, que generó presiones al alza sobre la tasa de interés interbancaria (y sobre las demás tasas de interés de corto plazo), el Banco implementó medidas para aliviarla. Con ello, se privilegió el buscar que la tasa de interés interbancaria se ubicara en el nivel de referencia consistente con una tasa de inflación en el nivel de la meta, aun cuando la mayor disponibilidad de fondos líquidos podría haber sido empleada para demandar dólares en el mercado cambiario, dada la incertidumbre electoral que todavía era latente.

En tercer lugar, ¿se ha reducido la desdolarización financiera en los últimos años? Sí, lo ha hecho. La dolarización de la liquidez (relacionada con los depósitos del público), del crédito y de la deuda del sector público es ahora menor que hace tres años.

Más aún, al haberse incrementado la confianza en el sol en los últimos años, el Estado ha podido emitir bonos en el mercado local en soles nominales a plazos cada vez mayores. Actualmente, el plazo máximo de estos bonos es veinte años. El desarrollo de este mercado y la ampliación de los plazos de los bonos emitidos favorece la desdolarización financiera: el sector privado puede contar

**PAGOS.** Personas que pagan mensualmente sus deudas en dólares son afectadas por aumentos del tipo de cambio.



con una referencia de tasas de interés para operaciones en soles a distintos plazos, la que antes no tenía, con lo que se pueden empezar a financiar operaciones en soles nominales a plazos mayores. Esto es de particular importancia para el desarrollo del mercado hipotecario en soles.

Finalmente, en cuanto a la flexibilidad del tipo de cambio, ésta parece haberse ido incrementando gradualmente. Así, conforme han pasado los años, en los episodios de significativas presiones al alza sobre el tipo de cambio, como por ejemplo el de la crisis brasileña de 1999 o los períodos electorales de 2001 y 2006, se ha dejado que el tipo de cambio absorba cada vez una mayor parte del choque sobre el mercado cambiario.

En el cuadro 3 se aprecia que la variabilidad relativa del tipo de cambio respecto a la tasa de interés interbancaria se ha ido incrementando. De esta manera, el rendimiento de los activos en soles se ha ido haciendo cada más predecible y estable, mientras que lo contrario ha ido ocurriendo con el de dólares. Esto favorece la desdolarización financiera al hacerse relativamente más incierto el retorno de una inversión en moneda extranjera.

La estabilidad de la tasa de interés interbancaria está relacionada con el hecho que ahora está enfocada en el control de la inflación, actuando como meta operativa, como antes se explicó. Por ello, su uso como variable para absorber choques sobre la economía ha disminuido. Las variables que ahora cumplen este papel son, en parte, el tipo de cambio, aunque debido a la dolarización financiera no se permite que absorba el impacto total del choque; y las reservas internacionales. Así, se puede ver que en

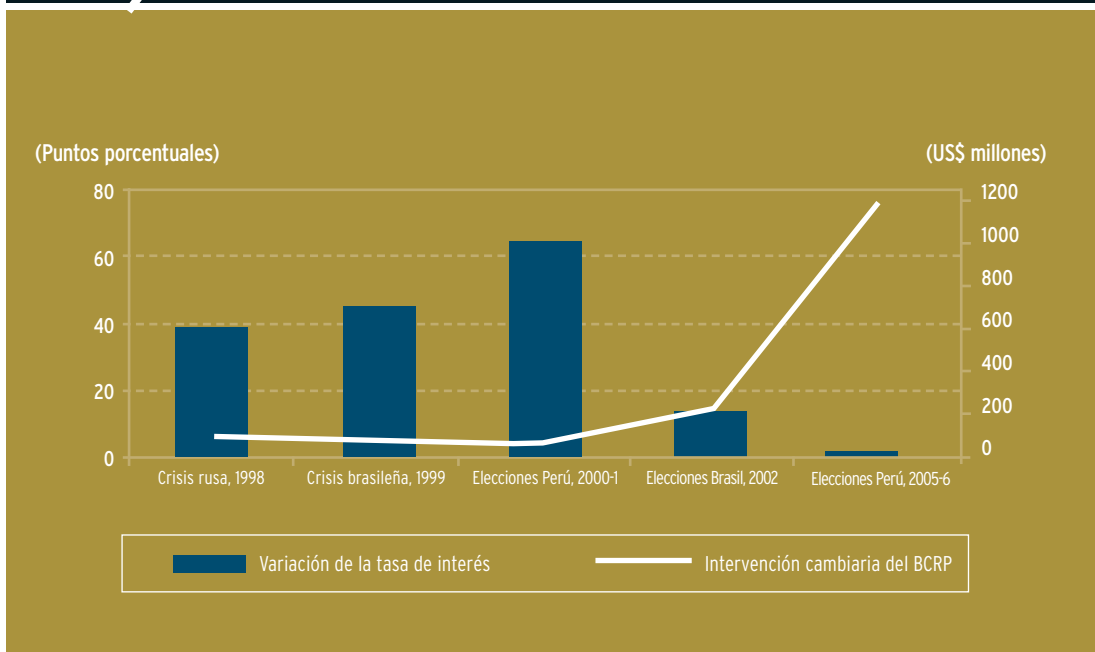
estos episodios de presiones significativas al alza sobre el tipo de cambio, son las intervenciones en el mercado cambiario a través de ventas de dólares en el mercado spot y colocaciones de CDRBCRP las que han aumentado su participación y ha disminuido el uso de la tasa de interés de corto plazo.

De esta manera, ahora se “castiga” menos al prestatario en soles cuando hay un choque negativo sobre la economía, dado que la tasa de interés no se eleva tanto como antes; y es el prestatario en dólares el que enfrenta un mayor riesgo, pues es el tipo de cambio el que se eleva, incrementando el valor en soles de las deudas en dólares. Este mayor riesgo se traslada entonces al prestamista en dólares. Así, la dolarización financiera se ve desincentivada, pues el descalce de monedas es ahora más riesgoso.

**COMENTARIOS FINALES**

Las intervenciones cambiarias del Banco Central de Reserva del Perú parecen haber sido consistentes con el esquema que éste sigue para su política monetaria. En este sentido, el Banco ha venido cumpliendo con su meta de inflación, la credibilidad en esta meta se muestra sólida, la dolarización financiera ha venido disminuyendo en los últimos años y el tipo de cambio, poco a poco, está asumiendo un papel más importante como variable que absorbe los choques negativos sobre la economía. Según el esquema que se implementa, el círculo es virtuoso, pues una menor dolarización financiera permite una mayor flotación cambiaria y credibilidad en la meta de inflación, lo que, a su vez, incentiva la desdolarización. Según la evidencia, esto parece estar ocurriendo.

**GRÁFICO 4** ■ Tasa de interés interbancaria e intervenciones cambiarias del BCRP durante los episodios de volatilidad al alza del tipo de cambio: 1998 - 2006



INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCR INCLUYE VENTAS EN EL MERCADO CAMBIARIO Y COLOCACIONES DE CDRBCRP