

# Economicwatch

22 de febrero del 2005

## Dolarización, Intervenciones Cambiarias y Metas de Inflación en el Perú

Hugo Perea Flores  
hperea@continental.grupobbva.com

La experiencia peruana con metas de inflación (MI) se ha dado en un contexto de alta dolarización financiera que limita la independencia operativa y la efectividad de la política monetaria. En este sentido, la dolarización es una fuente de riesgos para el éxito del esquema de MI. En este documento se analizan las limitaciones que impone la dolarización a este régimen en el Perú, en particular las restricciones que impone a la independencia operativa del banco central, y los efectos negativos que ello implica sobre el régimen de MI. Asimismo, se realiza una discusión acerca de la viabilidad de este régimen en una economía dolarizada.

### Las Limitaciones que Impone la Dolarización

En primer lugar, la dolarización limita la independencia operativa del banco central para manejar sus instrumentos de política sin consideraciones cambiarias. En este entorno pueden producirse efectos riqueza no deseados, por lo que el banco central muestra una menor disposición para permitir que el tipo de cambio flote, interviniendo de manera continua en el mercado cambiario. Eventualmente, estas intervenciones son interpretadas por los agentes como la defensa de un nivel objetivo para el tipo de cambio, generando confusión acerca de cuál es la meta que realmente persigue el banco central. Además, la esterilización de intervenciones sostenidas puede inducir movimientos en las tasas de plazos largos que no sean consistentes con los cambios en la tasa de política (de corto plazo) del banco central. Ello disminuye el poder de señalización que tiene este instrumento para comunicar la posición que toma la política monetaria, lo que resulta perjudicial para el éxito de régimen de MI que se basa sobre la comunicación y credibilidad.

En segundo lugar, la efectividad de la política monetaria para controlar la demanda agregada y, por lo tanto la inflación, se ve limitada porque la dolarización afecta diversos canales de transmisión monetaria.

#### a. Limitaciones sobre la independencia operativa

Masson, Savastano y Sharma (1997) enfatizan que un requisito para implementar con éxito un régimen de MI es que el banco central tenga

independencia operativa para administrar sus instrumentos con el único propósito de alcanzar la meta establecida. En este sentido, se requiere que el banco central no fije metas sobre otras variables nominales, como por ejemplo el tipo de cambio <sup>1/</sup>. Si se establece un nivel objetivo para esta variable, o se trata de administrar sistemáticamente su evolución, la política monetaria quedaría subordinada a una meta cambiaria, lo que haría perder credibilidad al banco central sobre su compromiso con la meta de inflación.

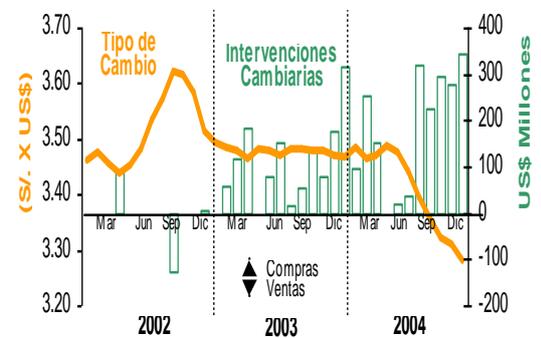
En una economía dolarizada, en donde típicamente se observa un descalce por monedas en los balances de las familias y empresas, movimientos en el tipo de cambio pueden generar efectos riqueza no deseados que hacen más vulnerable al sistema financiero. En este entorno, los bancos centrales muestran una menor disposición para aceptar que el tipo de cambio flote, por lo que intervienen agresivamente en el mercado cambiario o ajustan la tasa de interés <sup>2/</sup>.

La evidencia para el Perú sugiere que el Banco Central muestra un cierto "temor a flotar". Por ejemplo, los trabajos de Goñi, Ormeño y Morón (1999) y Castro y Morón (2000) encuentran que el BCRP tiene un objetivo implícito para el tipo de cambio. Asimismo, los periodos en los que se observa una coincidencia entre un incremento de la frecuencia y monto de las intervenciones cambiarias del Banco Central y una estabilidad notable del tipo de cambio, indicaría que en algunas ocasiones el BCRP habría defendido un determinado nivel para esta variable. Por ejemplo, en el periodo de febrero de 2003 a junio de 2004, se observa que el tipo de cambio permanece prácticamente constante, conjuntamente con compras de dólares sostenidas por parte del BCRP en el mercado cambiario <sup>3/</sup>.

Respecto a ello, el Banco Central ha enfatizado que estas intervenciones no intentan fijar un nivel para el tipo de cambio, sino que buscan atenuar una volatilidad excesiva y propiciar una evolución ordenada de esta variable. Sin embargo, esta afirmación resulta difícil de sostener en periodos como el mencionado anteriormente o el que se viene observando en los dos primeros meses del 2005 <sup>4/</sup>.

En el siguiente cuadro se observa que el BCRP ha incrementado su presencia en el mercado cambiario en los últimos años. Así, mientras que en el 2002 el Banco Central sólo intervino en 19 jornadas, por un monto total de US\$ 222 millones, en los años 2003 y 2004 participó en 123 y 140 ocasiones, respectivamente, comprando dólares por US\$ 1 050 millones y US\$ 2 340 millones. En lo que va del año 2005 <sup>5/</sup>, el Banco Central ha intervenido todos los días en el mercado cambiario, con excepción del primer día útil del año, totalizando compras por US\$ 637 millones. Cabe agregar que el monto promedio de intervención, como porcentaje del

## Tipo de Cambio e Intervenciones Cambiarias



### Mercado Cambiario Interbancario Spot e Intervenciones Cambiarias BCRP: 2002-2005

	(US\$ Millones)			
	2002	2003	2004	2005*
<b>1. Mercado Cambiario</b>				
a. Monto total	20,986	16,445	18,602	1,893
b. Número de jornadas <sup>1/</sup>	248	257	251	34
c. Monto promedio	85	64	74	56
<b>2. Intervenciones <sup>2/</sup></b>				
a. Monto total	222	1,050	2,340	637
b. Número de intervenciones <sup>3/</sup>	19	123	140	33
c. Monto promedio (a)/(b)	12	9	17	19
<b>3. Intervenciones</b>				
(% del mdo. cambiario = (2)/(1))				
a. Monto total	1.1%	6.4%	12.6%	33.6%
b. Número de intervenciones	7.7%	47.9%	55.8%	97.1%
c. Monto promedio	13.8%	13.3%	22.5%	34.6%

\* Con información disponible hasta el 17 de febrero.

<sup>1/</sup> Número de días en los que operó el mercado cambiario.

<sup>2/</sup> Para el año 2002, el monto de las intervenciones corresponde a la suma de las compras (US\$ 96 millones) y las ventas (US\$ 127 millones) del año.

<sup>3/</sup> Número de días en los que el BCRP participó en el mercado cambiario.

<sup>1/</sup> La otra condición para tener independencia de instrumentos es que las decisiones de la política monetaria no tengan consideraciones de carácter fiscal. Al respecto, la Ley Orgánica del BCRP establece una serie de mecanismos que le garantizan autonomía respecto del fisco. Entre estos, cabe mencionar la prohibición de financiar al Tesoro Público (Artículo 77).

<sup>2/</sup> Sobre el "temor a flotar" que muestran algunos bancos centrales ver Calvo y Reinhart (2002) y Hausmann, Panizza y Stein (2001).

<sup>3/</sup> En este periodo de 17 meses, la media del tipo de cambio fue S/. 3,477, con una desviación estándar de 0,009, lo que da un coeficiente de variabilidad de 0,3%. El rango de valores entre los que fluctuó el tipo de cambio en estos meses fue de S/. 3,453 a S/. 3,506, es decir una dispersión de 5 centavos de sol peruano.

<sup>4/</sup> La caída del tipo de cambio que se registró en el segundo semestre del 2004, está más en línea con esta declaración. Al respecto, cabe agregar que hacia junio del 2004 las presiones inflacionarias vigentes ponían en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación del año, lo que podría haber inducido al BCRP a aceptar una apreciación del sol peruano. Así, si bien las compras de dólares del Banco Central aumentaron, la moneda peruana se apreció en más de 5%.

<sup>5/</sup> Con información al 17 de febrero del 2005.

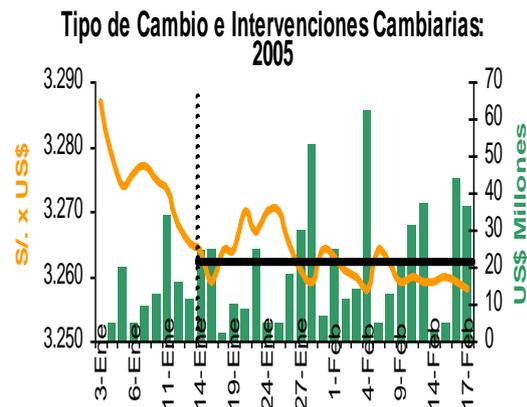
monto transado en el mercado cambiario *spot*, se elevó de 13,3% en el 2003 a 22,5% en el 2004 y a 34,6% en lo que va del 2005 <sup>6/</sup>.

Un elemento a resaltar es que la constante presencia del BCRP en el mercado cambiario desde el 2003 ha inducido efectos no deseados que ilustran la forma en que una menor independencia operativa de la política monetaria disminuye la probabilidad de éxito del régimen de MI. En primer lugar, se identifica que las intervenciones cambiarias sostenidas son interpretadas por el público como la defensa de un objetivo cambiario del Banco Central. Por ejemplo, las compras de dólares que el BCRP ha realizado todos los días del presente año, con la excepción del día 3 de enero en que no participó en el mercado cambiario, han permitido estabilizar el tipo de cambio alrededor de S/. 3,26, con una variabilidad mínima, desde la quincena de enero. Ello ha sido interpretado por los *traders* y público en general como el nivel mínimo que el Banco Central está dispuesto a aceptar <sup>7/</sup>, lo que eventualmente podría crear confusión acerca de cuál es el objetivo que persigue el BCRP (tipo de cambio o inflación).

Además, debido a que las compras de dólares han tenido que ser esterilizadas para evitar que el dinero inyectado por estas operaciones genere presiones inflacionarias, se ha observado un incremento de las tasas de mayores plazos del mercado monetario, que no son congruentes con los incrementos de la tasa de política que el Banco Central ha realizado o que podrían esperarse a futuro.

Para llevar a cabo sus operaciones de esterilización el BCRP coloca sus propios certificados de depósitos (CDBCRP) <sup>8/</sup>. Dado el monto de las intervenciones cambiarias, el saldo de estos certificados se ha elevado considerablemente en los últimos años, pasando de un nivel promedio del año equivalente al 33,5% de la base monetaria en el 2002 a uno 80,7% en el 2004 <sup>9/</sup>.

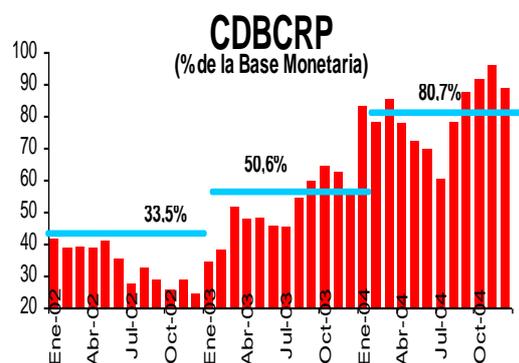
El significativo incremento del saldo de CDBCRP ha complicado el manejo monetario para el BCRP, debido a la cantidad de vencimientos que se hace necesario renovar. Por ello, el Banco Central se ha visto obligado a actuar, de manera creciente, en los tramos largos de la curva de rendimientos del mercado monetario. Así, hasta el año 2002, todos los CDBCRP tenían plazos menores a un año. En el 2003 empiezan a emitirse certificados con plazos de hasta 3 años, observándose que hacia finales del año el 28,8% del saldo de CDBCRP tenían un plazo superior a un año, proporción que se elevó a 40,7% al cierre del 2004.



#### Estadísticas del Tipo del Cambio:

14 Enero - 17 Febrero

Promedio	3.262
Desviación estándar	0.004
Coefficiente de Variabilidad	0.12%
Máximo	3.270
Mínimo	3.258



<sup>6/</sup> Los datos mostrados sugieren que el monto promedio de las intervenciones es un porcentaje moderado del total de las operaciones cambiarias que en promedio los bancos negocian entre sí. En este sentido, podría argumentarse que si las intervenciones tienen éxito para afectar el nivel del tipo de cambio, no lo harían a través de un efecto liquidez. Sin embargo, si se analiza los datos en frecuencia diaria se observan episodios en los que las intervenciones del BCRP representaron un porcentaje significativamente superior a lo transado ese día en el mercado cambiario *spot*. Por ejemplo, el día 31 de agosto del 2004, el BCRP estableció un récord de compras de dólares por US\$ 103 millones, lo que representó el 149,5% de lo negociado entre bancos en dicho mercado.

<sup>7/</sup> Ello puede comprobarse al revisar las declaraciones que emiten en los medios locales diversos representantes de las entidades financieras.

<sup>8/</sup> Debido al poco desarrollo del mercado de capitales peruano en los años 90, así como a límites y mecanismos estrictos para el incremento anual en la tenencia de bonos del Tesoro por parte del Banco Central establecidos en su Ley Orgánica, a inicios de la década anterior el BCRP creó sus propios certificados de depósitos para realizar operaciones de mercado abierto de esterilización. Esta práctica se ha mantenido, a pesar de un mayor desarrollo del mercado secundario para los bonos del Tesoro, cuyo saldo en poder del BCRP es reducido.

<sup>9/</sup> Al cierre del mes de enero de 2005, el saldo de los CDBCRP como porcentaje de la base monetaria se ubicó en 106%.

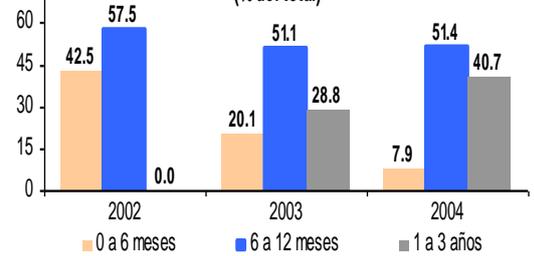
De manera simultánea, se ha observado una elevación de las tasas de interés en los tramos de plazos más largos del mercado monetario durante el 2004, que no guarda proporción con el incremento que en dicho periodo registró la tasa de política del Banco Central, que establece un nivel objetivo para la tasa de interés de corto plazo del mercado interbancario. Así, mientras que la tasa de referencia del BCRP se elevó en 50 puntos básicos entre enero del 2004 y enero del 2005, las tasas de las colocaciones a plazos iguales o mayores a 6 meses se han elevado en más de un punto porcentual. Por ello, la curva de rendimientos de los CDBCRP no sólo muestra un desplazamiento hacia arriba sino también una pendiente más elevada en los tramos de mayores plazos.

Se podría argumentar que los aumentos de las tasas de los CDBCRP reflejan ajustes por arbitraje, en un contexto en el que la FED ha elevado su tasa de política en 150 puntos básicos. Sin embargo, si bien la FED ha inducido una elevación similar de las tasas en dólares de corto plazo, como la LIBOR a tres meses, no se aprecia lo mismo en los rendimientos de los activos denominados en esta moneda de plazos superiores. Además, de acuerdo a las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas que realiza el BCRP, las expectativas de depreciación han disminuido <sup>10/</sup>. Por ejemplo, a inicios del año 2003, la depreciación esperada a un año y a dos años se ubicaban en 2,1% y 5,1%, en tanto que en enero del 2005 registraron valores de 0,6% y 2,5%, respectivamente. Es decir, estas expectativas han disminuido en más 150 puntos básicos y 260 puntos básicos, respectivamente, lo que contrarresta los incrementos de las tasas en dólares. En este sentido, la evidencia no permite sustentar la hipótesis de arbitraje.

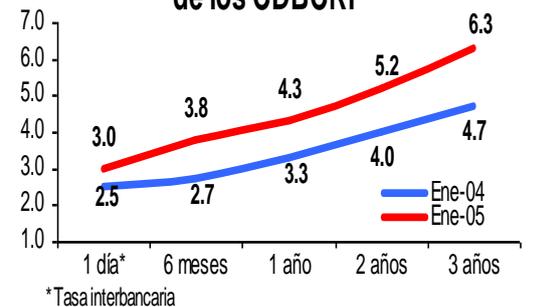
Adicionalmente, se podría sostener que las mayores tasas de los CDBCRP están asociadas a mayores expectativas de inflación, expectativas de incrementos significativos en la tasa de referencia del BCRP o la incorporación de una mayor prima por riesgo de inestabilidad política. Sin embargo, la evolución de estas variables y de sus determinantes debilita esta apreciación. Por ejemplo, las expectativas de inflación para el año 2005 de las instituciones del sistema financiero han disminuido. Tampoco se esperan incrementos de la tasa de política en los siguientes meses, debido a la tendencia a la baja que viene mostrando la inflación y de las proyecciones del Banco Central en las que se observa que esta variable se ubicaría, durante la mayor parte del presente año, por debajo de 2,5% <sup>11/</sup>. Finalmente, si las tasas de interés vienen incorporando una prima por la incertidumbre asociada a la situación política o al próximo proceso de elecciones presidenciales a llevarse a cabo en el 2006, los indicadores relevantes sugieren que la inestabilidad política no se ha acentuado en los últimos meses, por lo que se esperaría que la magnitud de esta prima haya variado de manera significativa entre enero del año anterior y enero de este año <sup>12/</sup>.

Así, al relativizar las explicaciones alternativas para los incrementos de las tasas de los CDBCRP, llama la atención la coincidencia entre una mayor participación del BCRP en los tramos largos del mercado monetario,

### Estructura de los Vencimientos de los CDBCRP (% del total)



### Evolución de las Tasas de Interés de los CDBCRP



<sup>10/</sup> Ver resultados de las Encuestas de Expectativas Macroeconómicas del Banco Central, publicadas en su Nota Semanal, varios números.

<sup>11/</sup> Ver Reporte de Inflación del BCRP de agosto de 2004 y enero de 2005. Cabe mencionar que estas proyecciones asumen que la tasa de interés de referencia del BCRP se mantiene constante. Así, se observa que manteniendo el nivel actual de esta tasa, y dada la información disponible al momento de realizar las proyecciones, la meta de inflación del año se cumpliría sin que sea necesario que el BCRP endurezca la posición de la política monetaria.

<sup>12/</sup> Al respecto se puede mencionar que los índices de aprobación presidencial se encuentran en niveles similares desde hace un año y que las encuestas de preferencias electorales muestran la consolidación de candidatos mejor percibidos por los mercados.

inducida por la esterilización de las intervenciones cambiarias, y un incremento sustancial de las tasas de los CDBCRP para estos plazos<sup>13/</sup>.

Esta sobreacción de las tasas de plazos largos genera un conflicto entre intervenciones cambiarias esterilizadas y la señal acerca de la posición que adopta la política monetaria mediante la tasa de referencia. Así, en un contexto de intervenciones masivas en el mercado cambiario, que deben ser esterilizadas para no generar presiones inflacionarias, las tasas de plazos más largos del mercado monetario pueden elevarse sin que el BCRP modifique su tasa de política. Esta inconsistencia diluye el poder de señalización que tiene la tasa de referencia.

Otro aspecto a tener en cuenta de las intervenciones cambiarias esterilizadas es el costo financiero que acarrearán para el Banco Central. Los dólares que adquiere el BCRP son invertidos en el exterior en depósitos y activos financieros de primera categoría, y constituyen la principal fuente de ingresos financieros del Banco Central. Estas inversiones han venido obteniendo un rendimiento promedio de LIBOR a 3 meses menos 0,25%, que es inferior a los intereses que paga el Banco Central por los CDBCRP (aproximadamente 3,6% durante el 2004).

Si el saldo de los CDBCRP sigue elevándose, el estado de pérdidas y ganancias del Banco Central podría ser deficitario. En este caso, de acuerdo a la Ley Orgánica del BCRP, las pérdidas en las que eventualmente incurra este organismo deben ser cubiertas con el monto que se tenga acumulado en la cuenta de Reserva de Capital. Si este monto no es suficiente, el Tesoro Público deberá emitir y entregar bonos que devenguen interés al BCRP, en un plazo de 30 días por el monto no cubierto por la reserva. Bajo este escenario, el resultado deficitario del BCRP puede generar presiones sobre las cuentas fiscales, y en la medida que consideraciones presupuestales entren en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria, ésta perdería independencia operativa. Desde este punto de vista, las pérdidas que eventualmente genere el BCRP no es un tema trivial.

## **b. Limitaciones sobre la efectividad de la política monetaria**

En una economía dolarizada la efectividad de la política monetaria para controlar la demanda agregada, y por lo tanto la inflación, disminuye porque algunos de los canales de transmisión monetaria pierden potencia. Por ejemplo, el canal de tasas de interés se debilita porque la mayor parte de las decisiones intertemporales de consumo e inversión se realizan en una moneda que no controla el banco central. Es decir, la demanda agregada es menos sensible a los movimientos en las tasas de interés denominadas en moneda local.

Asimismo, la potencia de este canal de transmisión se diluye porque modificaciones en la tasa de interés pueden inducir movimientos en el tipo de cambio que, debido a efectos riqueza, atenúan el impacto de la primera variable sobre la demanda agregada. Es decir, si el banco central asume una posición más restrictiva (flexible) elevando (bajando) las tasas de interés, la moneda local podría apreciarse (depreciarse), generando un efecto riqueza positivo (negativo) sobre las firmas y familias, lo que contrarrestaría las intenciones del banco central.

---

<sup>13/</sup> Cabe mencionar que si las tasas de interés que solicita el mercado para aceptar los CDBCRP se elevan sustancialmente, el BCRP podría cortar las subastas. En este caso, las estadísticas no reflejarían en su totalidad las presiones alcistas sobre las tasas. Por ejemplo, el día 21 de febrero de 2005 el Banco Central convocó a 6 subastas de CDBCRP, de las cuales en tres no logró colocar el total del monto ofrecido y una cuarta tuvo que ser suspendida.

El canal de préstamos bancarios también se ve restringido porque si el banco central trata de modificar la oferta de créditos de los bancos, sólo podrá afectar la parte denominada en moneda local, proporción que podría ser pequeña respecto a la oferta total si la economía está altamente dolarizada. Además, los bancos podrían sustituir los créditos en moneda local por créditos en moneda extranjera, siempre que estos sean activos sustitutos para estas entidades, pasivos sustitutos para los deudores y exista libre movilidad de capitales.

### **¿Es Posible un Régimen de Metas de Inflación en una Economía Dolarizada?**

Como se ha discutido en la sección anterior, la dolarización impone limitaciones a la política monetaria que disminuyen la probabilidad de éxito del régimen de MI. Sin embargo, la dolarización financiera no anula *per se* la posibilidad de implementar MI <sup>14/</sup>.

Así, si bien se ha destacado la manera en que el canal de transmisión de tasas de interés de la política monetaria se ve negativamente afectado en una economía dolarizada, aún es posible que en este contexto los cambios en la tasa de política del banco central tengan efectos sobre la demanda agregada y la inflación. Estos efectos pueden darse a través del canal de expectativas. Así por ejemplo, si el banco central goza de credibilidad, un incremento de su tasa de política sería interpretado por el público como una medida orientada a contener presiones inflacionarias, lo que induciría una reducción de las expectativas de inflación. Cuando los agentes formadores de precios incorporan esta formación en sus decisiones, lo que se observaría serían menores presiones al alza sobre los precios. Además, si las expectativas de inflación disminuyen, las tasas de interés en términos reales, tanto en soles como en dólares aumentan, lo que contiene eventuales presiones de demanda.

Cabe resaltar que este mecanismo opera en tanto el público tenga claro que el objetivo de la política monetaria es mantener una inflación baja y estable, lo que a su vez requiere que el banco central tenga independencia operativa. En este sentido, permitir una mayor flotación del tipo de cambio otorgaría mayor libertad al banco central para manejar sus instrumentos de política con el objetivo de alcanzar la meta de inflación.

De otro lado, la evidencia sugiere que la dolarización podría ser endógena al régimen de política. Por ejemplo, los trabajos de Goldfajn y Werlang (2000) y de Wilkenried (2003) encuentran que el *pass-through* del tipo de cambio a precios no es lineal, y que depende del contexto inflacionario. Así, un régimen de política monetaria que garantice que la inflación se mantendrá baja y estable, como el de MI, podría contribuir a desdolarizar gradualmente la economía, induciendo efectos positivos sobre la independencia operativa del banco central. Para ello, se requiere que la inflación se mantenga alrededor de la meta anunciada, con una volatilidad mínima o al menos menor que la del tipo de cambio <sup>15/</sup>.

Nuevamente, una mayor flotación cambiaria sería un factor positivo. En este caso, contribuiría a reducir la volatilidad relativa entre la inflación y el tipo de cambio, lo que favorecería la desdolarización de la economía. Asimismo, se evitaría que los agentes internalicen la existencia de un seguro cambiario implícito proporcionado por el banco central, y por el

<sup>14/</sup> Ver Ize (2001).

<sup>15/</sup> Mediante un modelo de portafolio de intermediación financiera, Ize y Yeyati (2003) demuestran que la persistencia de la dolarización ocurre cuando la volatilidad esperada de la inflación es relativamente alta respecto a la volatilidad del tipo de cambio real.

contrario se induciría a que interioricen la existencia de un riesgo cambiario que puede ser elevado.

Se debe tener en cuenta que la mayor flotación cambiaria, que por un lado implica una mayor independencia operativa e induce los incentivos adecuados para desdolarizar la economía, puede tener impactos no deseados sobre un sistema financiero dolarizado. Por ello, es necesario que en simultáneo se adopten medidas para reducir las vulnerabilidades por movimientos bruscos que presenten las entidades financieras, fortaleciendo su posición patrimonial para reducir su exposición al riesgo cambiario <sup>16/</sup>.

## Conclusiones

En este documento se ha revisado la manera en que la dolarización es una fuente de riesgos para el éxito del régimen de MI. Se identifica que en una economía dolarizada el banco central pierde independencia operativa, mostrando una menor disposición para permitir que el tipo de cambio flote libremente. Por ello realiza intervenciones esterilizadas de manera sostenida en el mercado cambiario, lo que genera dos efectos perniciosos para el éxito del régimen de MI.

En primer lugar, el público tiende a interpretar que estas intervenciones corresponden a la defensa de un nivel objetivo para el tipo de cambio, lo que envía señales confusas acerca de los objetivos que realmente busca el banco central. Dado que la credibilidad en el compromiso con el objetivo de inflación es un elemento de suma importancia en un régimen de MI, las constantes intervenciones del banco central en el mercado cambiario reducen la probabilidad de éxito de este esquema de política monetaria.

En segundo lugar, las intervenciones esterilizadas pueden inducir presiones sobre las tasas de interés. En particular, las compras de dólares que ha realizado el BCRP desde el 2003, han elevado el saldo de los CDBCRP, obligándolo a actuar, de manera creciente, en los tramos más largos de la curva de rendimientos del mercado monetario. De manera simultánea se ha observado un incremento de las tasas de plazos mayores a un año de los CDBCRP que no son congruentes con la evolución de la tasa de política del BCRP ni con la de otros determinantes de estas tasas. Ello diluye el poder de señalización que tiene la tasa de referencia del BCRP para indicar la posición de la política monetaria, lo que resulta desfavorable para el régimen de MI en donde la comunicación y la credibilidad son elementos esenciales.

Adicionalmente, la dolarización reduce la efectividad de la política monetaria para controlar las fluctuaciones de la demanda agregada y, por lo tanto, la inflación. Ello porque algunos canales de transmisión de la política monetaria se ven negativamente afectados.

Una línea de acción para incrementar la probabilidad de éxito del régimen de MI es permitir una mayor flotación cambiaria. Por un lado, la mayor flotación reforzaría la credibilidad del compromiso del BCRP con la meta de inflación. De otro lado, la mayor flotación cambiaria y un régimen de MI

<sup>16/</sup> En el Perú, la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) ha adoptado medidas que van en esta línea. Por ejemplo, se ha implementado exigencias de provisiones, de carácter individual, para los créditos otorgados en dólares a clientes que reciban sus ingresos en soles. El Banco Central también ha implementado medidas que se esperan contribuyan a desdolarizar la economía. Una de ellas es la obligatoriedad de consignar los precios de todos los bienes en moneda local, sin que ello implique una prohibición para hacerlo simultáneamente en dólares. Esta medida buscaría crear una memoria de precios en soles para bienes durables (autos, casas, etc.), que usualmente se denominan en dólares. Adicionalmente, el BCRP ha reducido la remuneración que otorga a los depósitos de encaje en dólares.

creíble favorecerían la desdolarización de la economía, con lo que la política monetaria ganaría efectividad, generándose un círculo virtuoso.

## BIBLIOGRAFÍA

**Calvo, G. y Reinhart, C. (2002):** *“Fear of Floating”*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 117-2, pp. 379-408.

**Goldfajn, I. y Werlang, S. (2000):** *“The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study”*, Banco Central do Brasil, Working Paper 5.

**Hausmann, R.; Panizza, U. y Stein, E. (2001):** *Why Do Countries Float the Way They Float?*, Journal of Development Economics, Vol. 66, pp. 387-414.

**Ize, A. (2001):** *“Implicancias de la Dolarización Parcial para el Régimen de Metas de Inflación: Un Análisis Basado en la Literatura Sobre Dolarización”*, Revista de Estudios Económicos N° 7, Banco Central de Reserva del Perú.

**Ize, A. y Levy, E. (2003):** *“Financial Dollarization”*, Journal of International Economics, Vol. 59, pp. 323-347.

**Masson, P.; Savastano, M. y Sharma, S. (1997):** *“The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”*, Fondo Monetario Internacional, Working Paper 97/130.

**Morón, E.; Goñi, E. y Ormeño, A. (1999):** *“Central Bankers’ Fear of Floating: The Peruvian Evidence”*, Centro de Investigación de la Universidad Pacífico, Versión Preliminar.

**Morón, E. y Castro J. F. (2000):** *“Uncovering Central Bank’s Monetary Policy Objectives: Going Beyond Fear of Floating”*, versión preliminar, Centro de Investigación de la Universidad Pacífico, versión .

**Winkelried, D. (2003):** *“¿Es asimétrico el Pass-Through en el Perú?: Un Análisis Agregado”*, Revista de Estudios Económicos N° 10, Banco Central de Reserva del Perú.