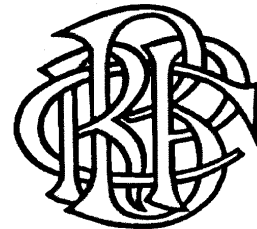


UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS  
“JUEVES ECONÓMICOS”

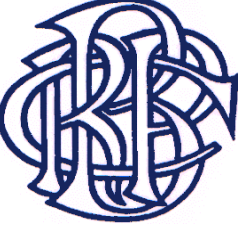


**METAS DE INFLACIÓN EN UNA ECONOMÍA  
PARCIALMENTE DOLARIZADA:  
BALANCE Y PERSPECTIVAS**

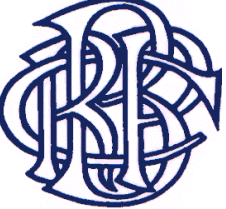
**Dr. Fernando Vasquez Sanabria**

**Subgerente de Política Monetaria - Banco Central de Reserva del  
Perú**

Lima, 25 de mayo 2006

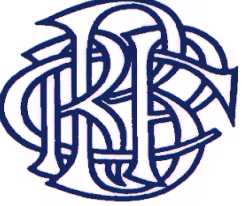


- I. Marco institucional**
- II. Esquema de la política monetaria**
- III. Implicancias de la dolarización**
- IV. Intervenciones cambiarias**
- V. Perspectivas**



## Finalidad del BCRP

- Constitución Política del Perú: *“Art. 84.- El Banco Central es persona jurídica de derecho público. Tiene autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica. La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su ley orgánica.”*



# I. Esquema de la política monetaria en Perú



---

## ESQUEMA DE LA POLÍTICA MONETARIA

---

Metas de Inflación

+

Control de los riesgos  
causados por la  
dolarización financiera

Políticas de desdolarización

Interiorización de riesgos y  
respuestas de política ante  
choques

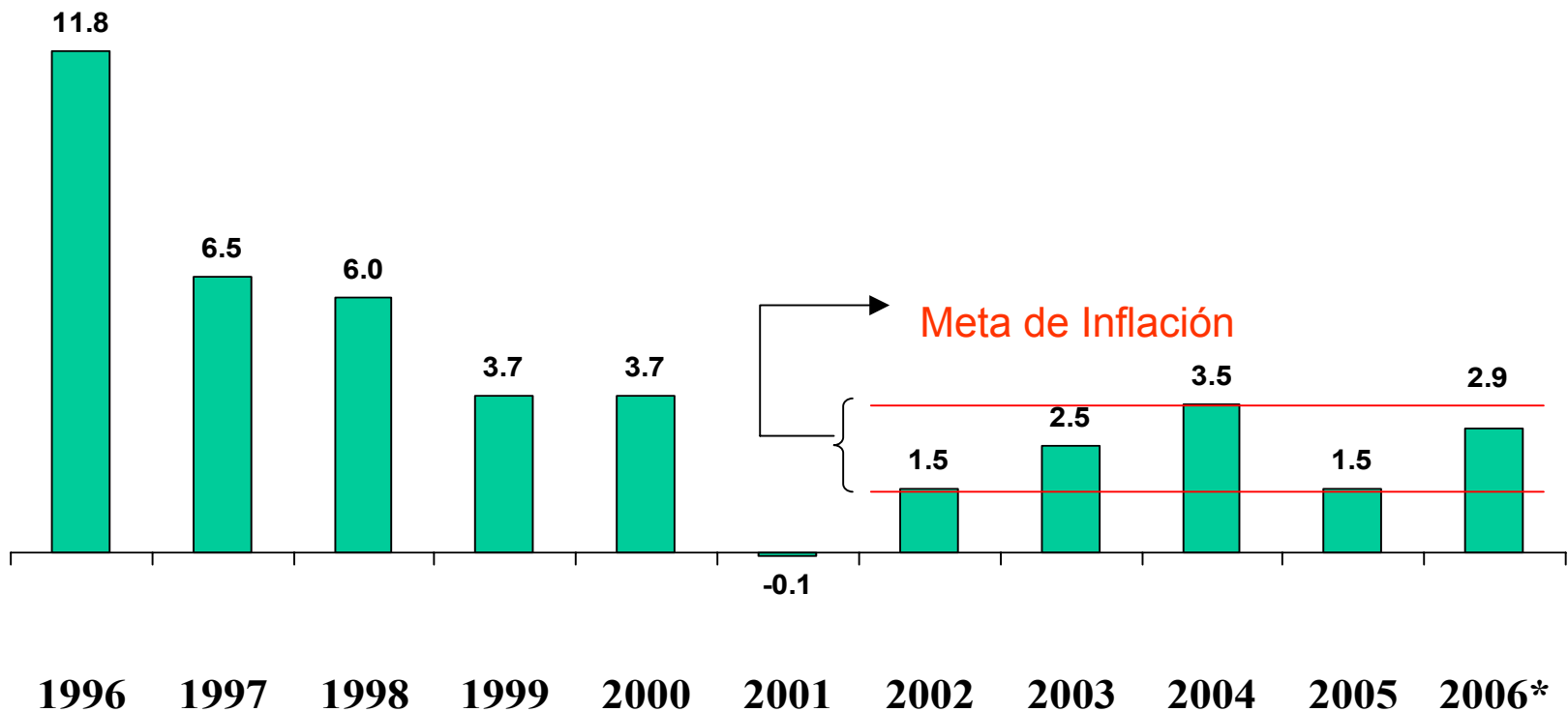
# Características del esquema de Metas Explícitas de Inflación en Perú

- **Flexibilidad** en el manejo de los instrumentos sujeto al cumplimiento de la meta de inflación
- **Meta operativa**: tasa de interés de referencia para los préstamos interbancarios *overnight*
- **Compromiso de largo plazo con estabilidad monetaria** otorga mayor confianza en la moneda nacional. Por ende, reduce la vulnerabilidad de la economía asociada a la dolarización financiera



## Desde 2002 se ha cumplido la meta de inflación

- Meta de inflación: 2,5% (+/- 1 punto porcentual)
- Inflación promedio entre 2002 y abril 2006: 2,5%

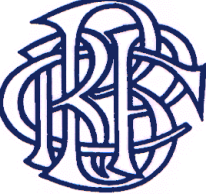


\* Al mes de abril

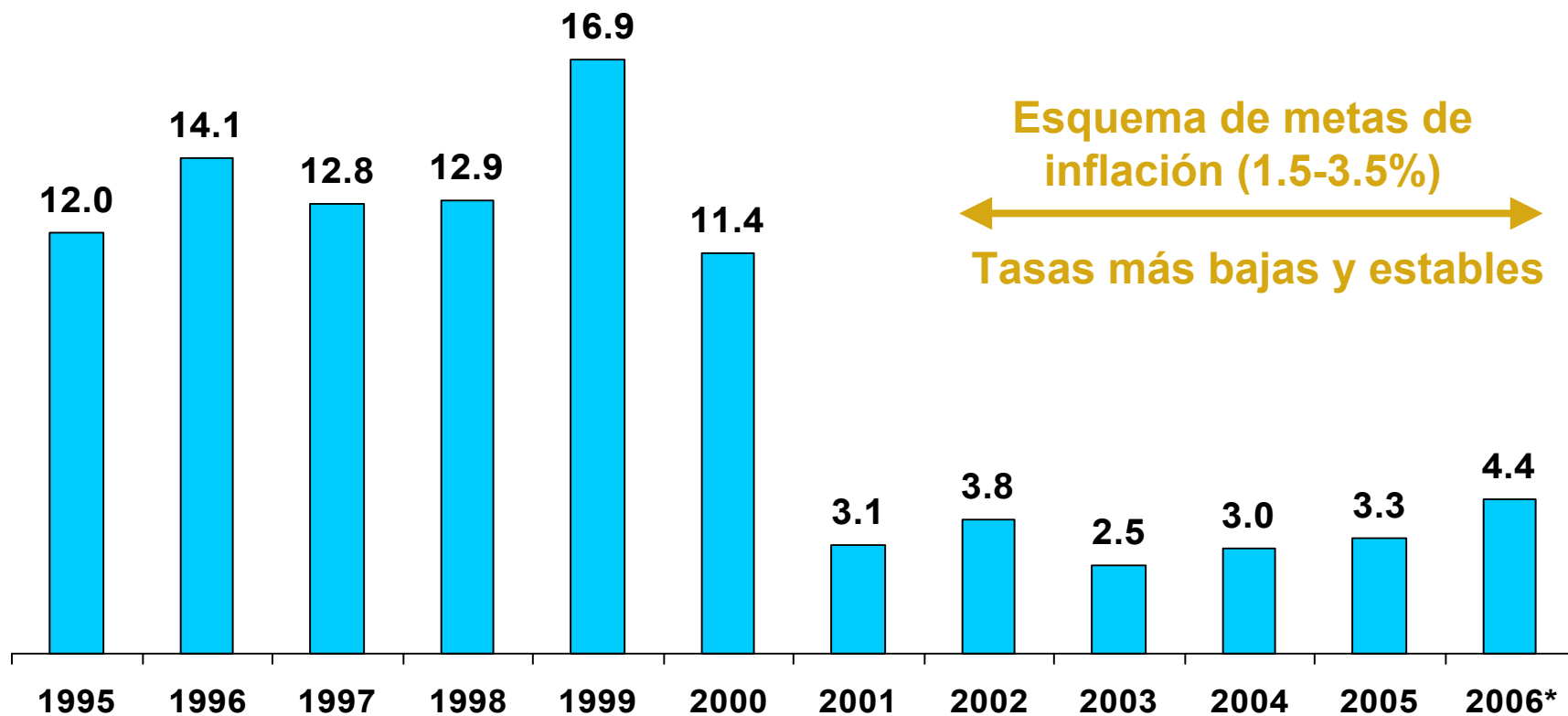


## **Tasa de interés de referencia para las operaciones del mercado interbancario**

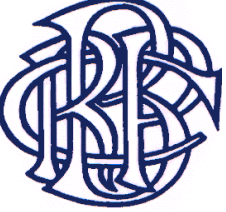
- Se modifica de acuerdo con las condiciones de la economía (presiones inflacionarias o deflacionarias) para mantener la inflación en el nivel de la meta.
- Actualmente (mayo de 2006), la tasa de interés de referencia se encuentra en 4,50 por ciento.
- Baja variabilidad: incrementa su efecto como guía para las demás tasas de interés del mercado.



## Tasa de interés interbancaria: 1995-2006 (en porcentaje)

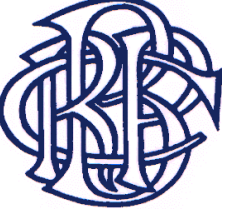


\* Al mes de abril



## Implementación de la política monetaria (1)

- Se evalúan las condiciones macroeconómicas domésticas y externas.
- Se proyecta la inflación y se realiza un balance de riesgos de la misma.
  - Modelo principal de proyección: MPT



## Implementación de la política monetaria (2)

- Se decide el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario que es consistente con la meta de inflación.
- Se anuncia al mercado el nivel de la tasa de interés de referencia y la racionalidad que sustenta la misma (Nota informativa del Programa Monetario).
- Las operaciones monetarias del Banco Central se enfocan en que la tasa de interés interbancaria se ubique en el nivel establecido.

# Implementación de la política monetaria (3)

- El Banco maneja la tasa de interés como instrumento
  - La tasa de interés refleja el equilibrio en el mercado monetario
    - Oferta de dinero = demanda de dinero
      - El Banco controla la oferta de dinero a través de las OMA. ¿Cuánto emite?  
Tanto como se demande de dinero, tal que la tasa de interés sea la que se desea
  - La tasa de interés afecta a los componentes de gasto como el consumo, la inversión y las exportaciones netas
    - Un mayor gasto presiona a los precios hacia arriba; y viceversa

# Operaciones del BCR

Esterilización de liquidez:

Subasta de CDBCRP

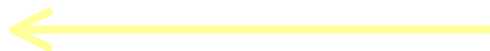
*Banco X*



S/.



CDBCRP



*BCR*



## Subasta de CDBCRP

- Títulos con plazos hasta 3 años
- Cada banco ofrece la tasa de interés que quiere recibir
- Se otorgan desde las tasas más bajas

# Operaciones del BCR

Inyección de liquidez:

Subasta de REPOS

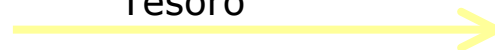
*Banco X*



S/.



CDBCR o Bonos del  
Tesoro



*BCR*



## Subasta de REPOS

- Se intercambia liquidez por títulos a corto plazo
- Cada banco ofrece la tasa de interés que quiere pagar
- Se otorgan desde las tasas más altas

# Política monetaria

## MPT

- **Curva IS:** relaciona el nivel de actividad económica con la tasa de interés real
- **Curva de *Phillips*:** relaciona la tasa de inflación con el nivel de actividad económica
- **Ecuación de tipo de cambio:** relaciona el tipo de cambio con el diferencial de tasas de interés interno y externo
- **Regla para la tasa de interés**

# COMUNICACIÓN

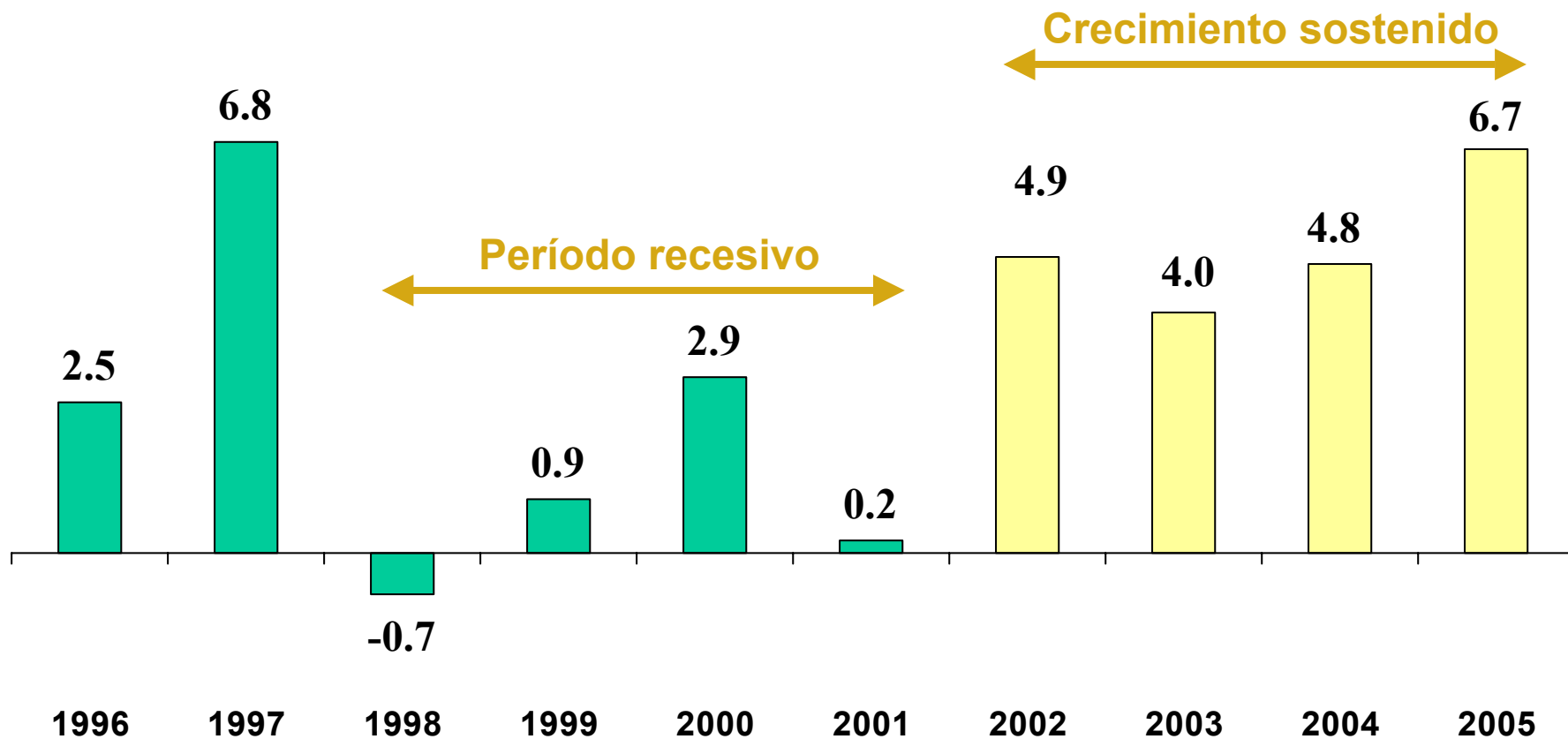
- **Nota Informativa**: Se publica el primer jueves de cada mes a través de medios de prensa y la página web del BCRP. Contiene la decisión de política monetaria y sus sustentación.
- **Reporte de Inflación**: Evolución de las variables macroeconómicas y su impacto sobre la inflación.

# Política monetaria

- Así operan todos los bancos centrales que tienen un esquema de Metas de Inflación
  - Meta de inflación. 2,5 por ciento (+/- 1pp)
  - Autonomía e independencia operativa. El Banco Central maneja la tasa de interés de referencia, afectando la inflación para que ésta se ubique en la meta
  - Modelos de proyección de inflación. El MPT es el principal modelo de proyección
  - Transparencia y rendición de cuentas. El Banco Central:
    - hace público el resultado de la inflación y por qué se ubicó en ese nivel
    - anuncia su proyección de inflación (y los supuestos detrás de ella) y comunica qué hará con su tasa de interés para que la inflación se mantenga en el futuro alrededor de la meta

La economía viene creciendo de manera sostenida por impulso de la exportación y de la demanda interna

## Tasa de crecimiento del PBI: 1996-2005



\* Al mes de febrero



## **II. Implicancias de la dolarización**

# Tipos de Dolarización

- **Dolarización parcial.** La moneda local se mantiene como la de curso legal, pero las transacciones financieras y los pagos se pueden efectuar también en moneda extranjera
  - Dolarización real. Indización de los precios y sueldos, formalmente o de facto, a la moneda extranjera
  - Dolarización de pagos. Uso de la moneda extranjera en los pagos
  - Dolarización financiera. Uso de la moneda extranjera por parte de los residentes de un país para ahorrar o endeudarse
    - *Doméstica* (operaciones entre residentes)
    - *Externa* (operaciones entre residentes y no residentes)



# ¿Qué es la dolarización financiera?

## ● Características

### ● Persistente, aun cuando la inflación es baja

#### ● Costos de emplear moneda extranjera han disminuido

- Sistema de pagos se adaptó

- Costumbre de “ahorrar en dólares”

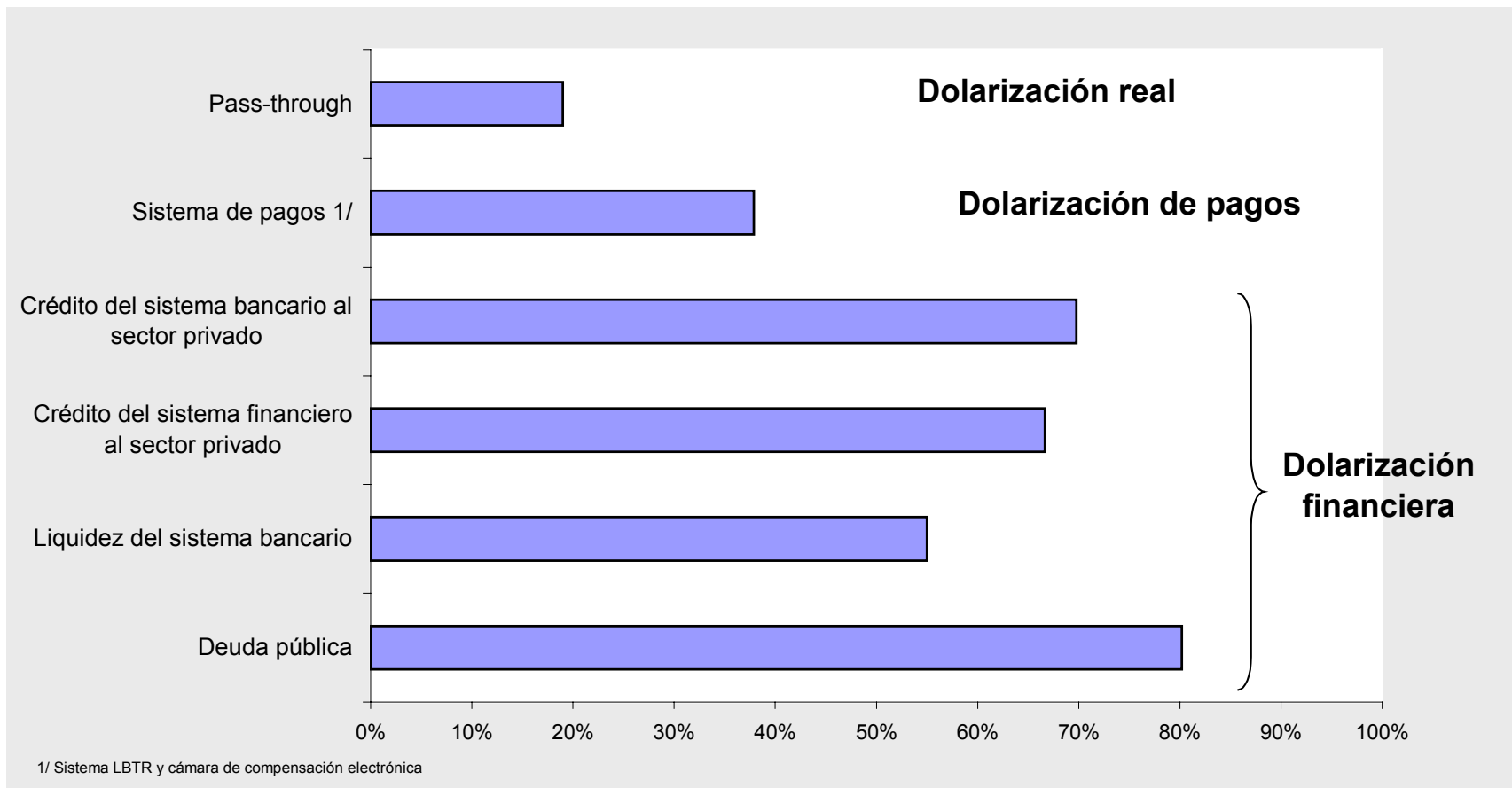
- Subsidio implícito de ahorrar en dólares (FSD no discrimina por monedas; las tasas de interés en moneda extranjera en el sistema financiero fallan en incorporar los riesgos de operar en esta moneda; el Banco Central se ve obligado a suavizar la volatilidad del tipo de cambio)

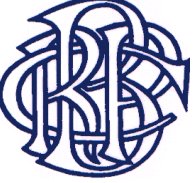
### ● Global

- Alrededor del 30 por ciento de los países europeos y asiáticos y 20 por ciento de los africanos y americanos tienen una significativa dolarización financiera



## La dolarización en el país es básicamente financiera





# Los indicadores de dolarización financiera en Perú presentan una tendencia decreciente, aunque los niveles siguen siendo elevados

## Indicadores de dolarización financiera

(en porcentaje)

Año	Agregado monetario sistema bancario	Crédito sistema bancario al sector privado	Crédito sistema financiero al sector privado
1993	69	76	77
1994	64	74	74
1995	63	71	72
1996	67	74	72
1997	65	77	75
1998	69	80	79
1999	70	82	82
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73
2004	55	74	71
2005	55	70	67
2006*	56	67	64

\* A marzo

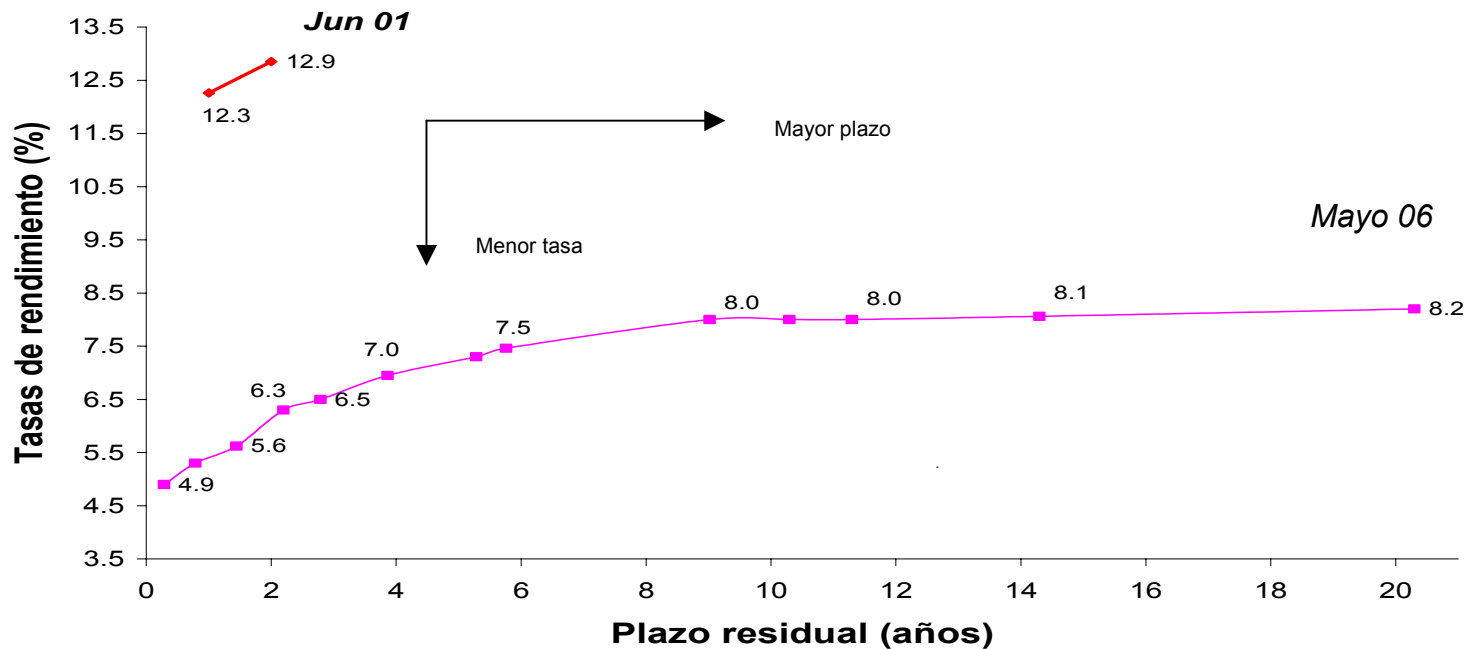
# Dolarización en Perú: medidas

- Promoción de la desdolarización financiera
  - Sólida reputación anti-inflacionaria del Banco Central
  - Tasa de inflación estable; tipo de cambio fluctuante
  - Desarrollo de los mercados locales de deuda en soles
    - Favorecer el desarrollo de una referencia para el sector privado: curva de rendimientos de bonos del Tesoro Público en soles (hasta veinte años)
    - Aumentan las alternativas de financiamiento en soles
  - Obligación de empresas de fijar precios en soles
    - Favorecer la costumbre de tomar decisiones en soles

# Dolarización en Perú: medidas

La reducción de la inflación y la menor volatilidad de la tasa de interés de corto plazo (interbancaria) han favorecido el desarrollo del mercado de deuda pública en moneda nacional.

## MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO <sup>1/</sup>



<sup>1/</sup> Tasas de rendimiento de los bonos soberanos negociadas más cercana al cierre del período.



# Dolarización en Perú: medidas

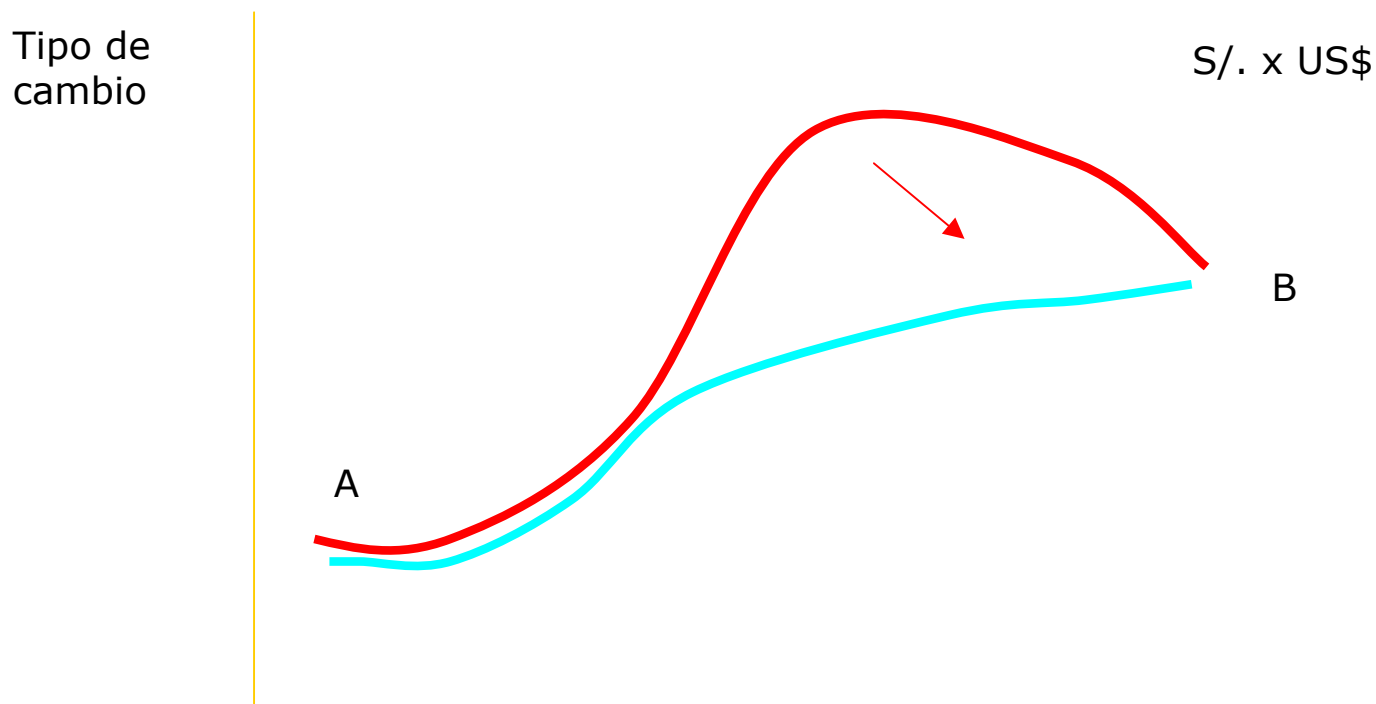
- Interiorizar riesgos de intermediar en dólares
  - La dolarización genera externalidades negativas
  - Que el costo de operar en dólares incorpore los riesgos de hacerlo
    - Alto requerimiento de encaje en moneda extranjera
    - Remuneración al encaje adicional en dólares por debajo de la tasa internacional

# Dolarización en Perú: medidas

- **Mitigar el impacto negativo de choques externos**
  - Mantener un adecuado nivel de activos líquidos en dólares
  - Suavizar la volatilidad del tipo de cambio
    - Necesario para reducir el efecto “hoja de balance”
    - Es conveniente que no se perciba como un seguro cambiario, pues favorecería la dolarización financiera

# Algunas precisiones

- ¿El BCR defiende un nivel para el tipo de cambio?
  - ✓ El BCRP busca evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, mas no defiende un nivel de tipo de cambio.





### **III. Intervenciones cambiarias**



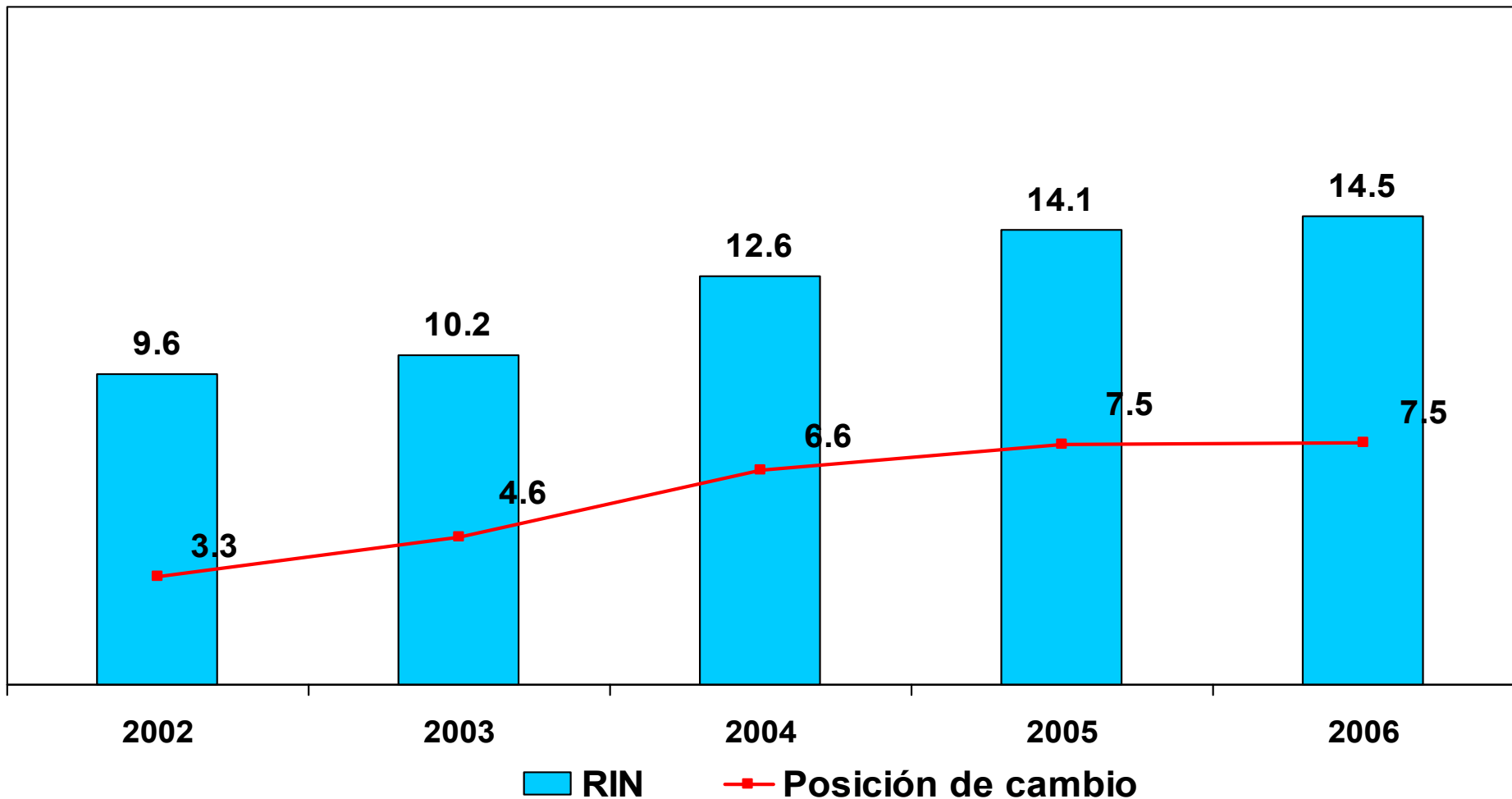
## Tipo de cambio: enero 2002 – mayo 2006





# RIN y posición de cambio: 2002- 2006

(en miles de millones de US\$)





## Episodios de volatilidad al alza: 1998-2006

### **1998 - 2001 (antes del esquema de metas explícitas de inflación)**

- Fuertes incrementos de la tasa de interés interbancaria: desde niveles de 15 hasta 70 por ciento.
- Ventas de dólares en el mercado *spot* : montos de hasta US\$ 80 millones.

### **2002 - 2006 (con esquema de metas explícitas de inflación)**

- Menor énfasis en la tasa de interés interbancaria: se permitió que la tasa se eleve (por encima de la activa de ventanilla), pero en menor medida que en el período 1998-2001, dado que ahora actúa como meta operativa de la política monetaria.
- Mayor énfasis en la venta de dólares en el mercado *spot*.
- Colocaciones de Certificados Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP).



## Mecanismos de intervención cambiaria

### Mecanismos para suavizar fluctuaciones del tipo de cambio:

- **Operaciones cambiarias *spot*: ventas y compras**
  - Afectan la posición por monedas y la liquidez en dólares de la banca.
- **Colocaciones de CDR BCRP (certificados indexados al tipo de cambio)**
  - Elevan la posición de cambio de la banca; no son perfectos sustitutos del dólar al ser pagaderos en moneda local.



## Turbulencia durante el proceso electoral

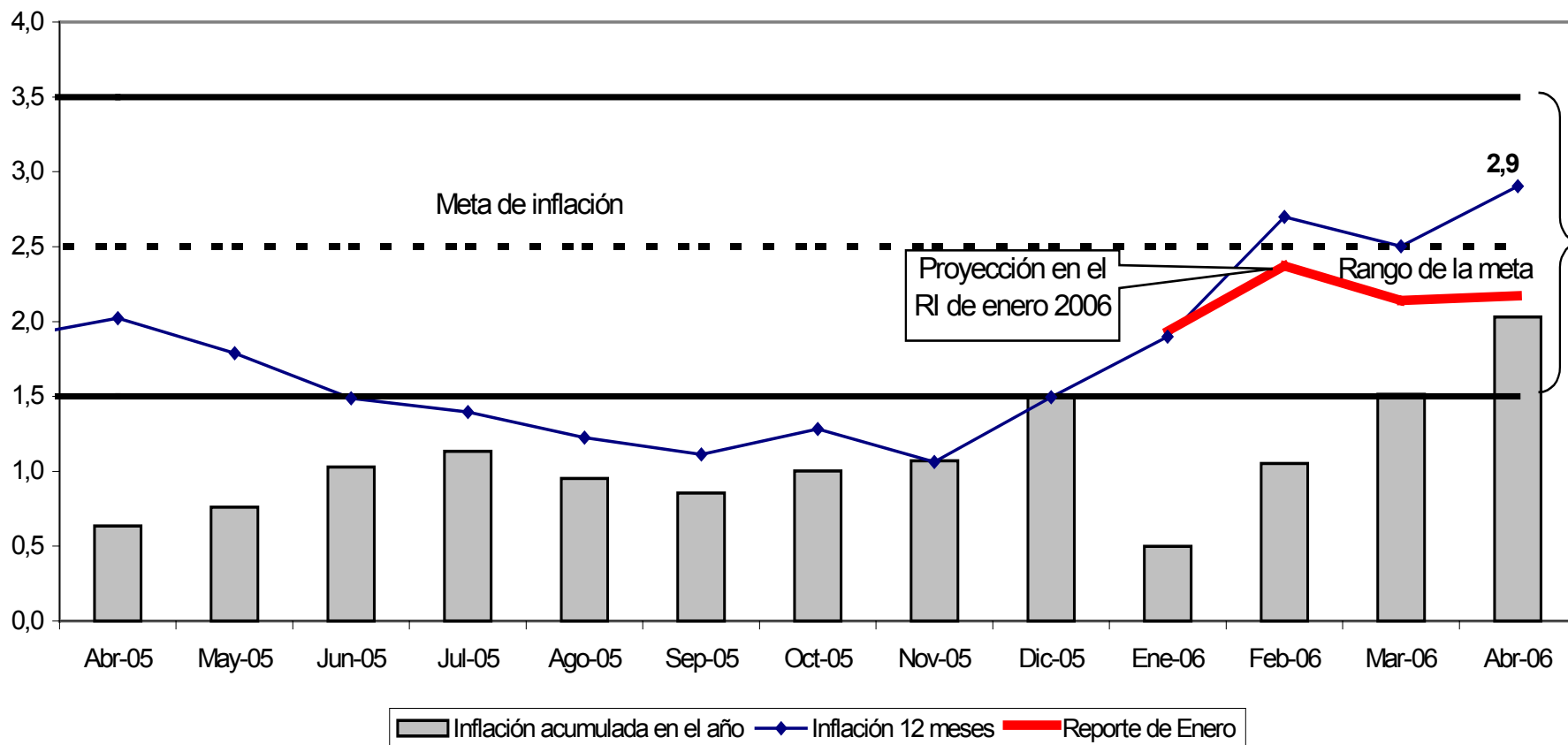
- La acumulación preventiva de activos líquidos ha permitido enfrentar con éxito la turbulencia del actual período electoral:
  - Aumento del riesgo-país y de las expectativas de depreciación del sol.
  - Aumento de la demanda de moneda extranjera en los mercados *spot* y *forward*.
  - Ventas de dólares (y colocaciones de CDR) para suavizar los movimientos bruscos del tipo de cambio.





## **IV. Perspectivas**

## INFLACIÓN Y METAS DE INFLACIÓN (Variación porcentual acumulada y últimos 12 meses)



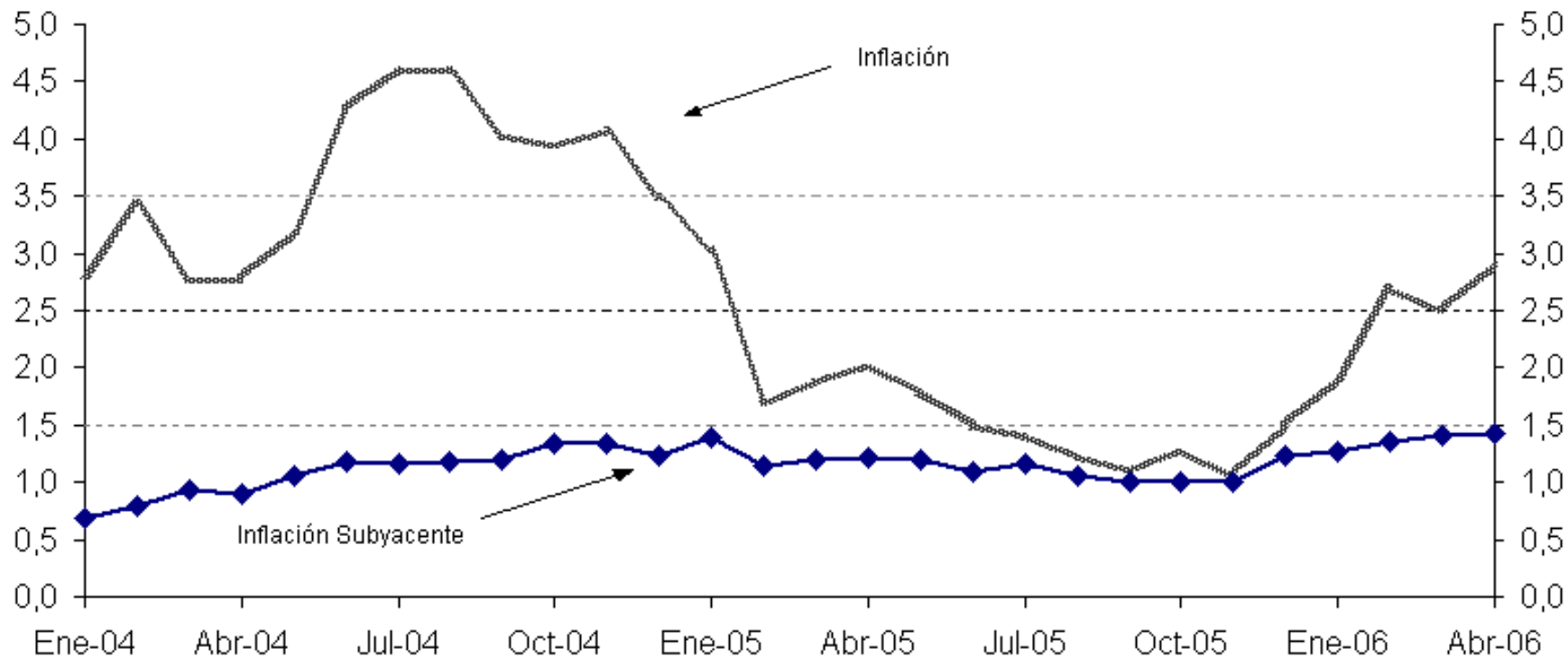
# La evolución reciente de la tasa de inflación está relacionada con factores transitorios de oferta.

Abril 2006			
Rubro	Ponderación	Var.%	Contrib. Pond.
Azúcar	1,4	29,0	0,45
<b>Inflación</b>			<b>0,51</b>

Enero - Abril 2006			
Rubro	Ponderación	Var.%	Contrib. Pond.
Azúcar	1,4	40,3	0,58
Carne de pollo	4,0	10,8	0,34
Papa	1,5	21,5	0,34
<b>Sub Total</b>			<b>1,26</b>
<b>Inflación</b>			<b>2,03</b>

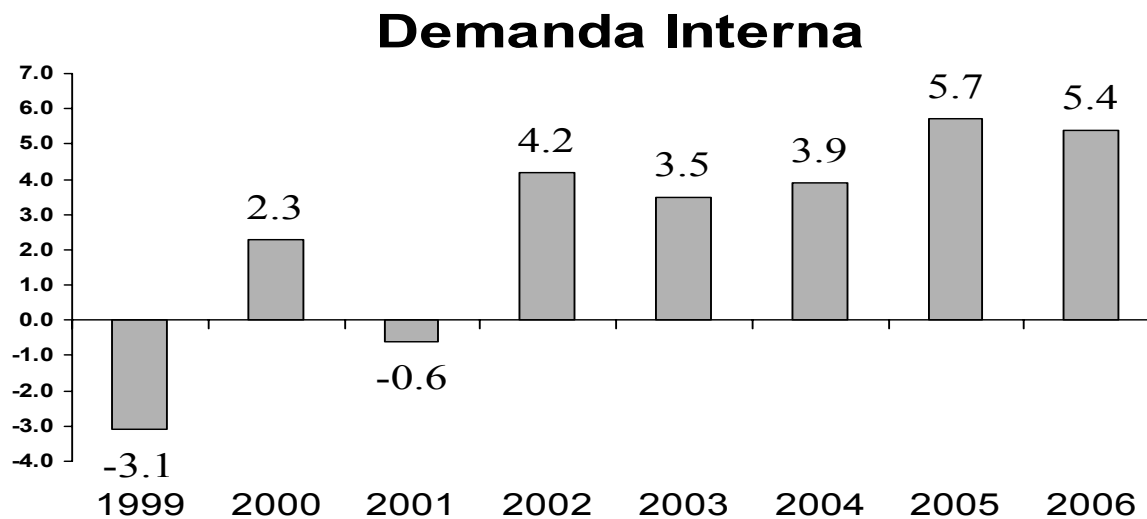
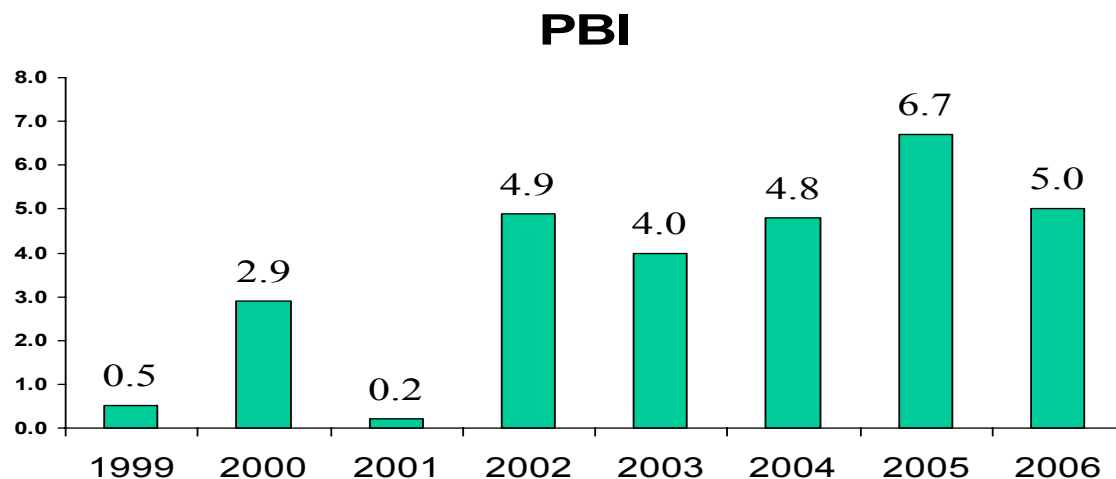
Mayo 2005 - Abril 2006			
Rubro	Ponderación	Var.%	Contrib. Pond.
Papa	1,5	42,1	0,57
Azúcar	1,4	37,2	0,55
Combustibles	3,9	6,3	0,35
<b>Sub Total</b>			<b>1,48</b>
<b>Inflación</b>			<b>2,90</b>

# Se espera que la tasa de inflación IPC de los últimos doce meses se mantenga en el rango meta a lo largo de 2006.

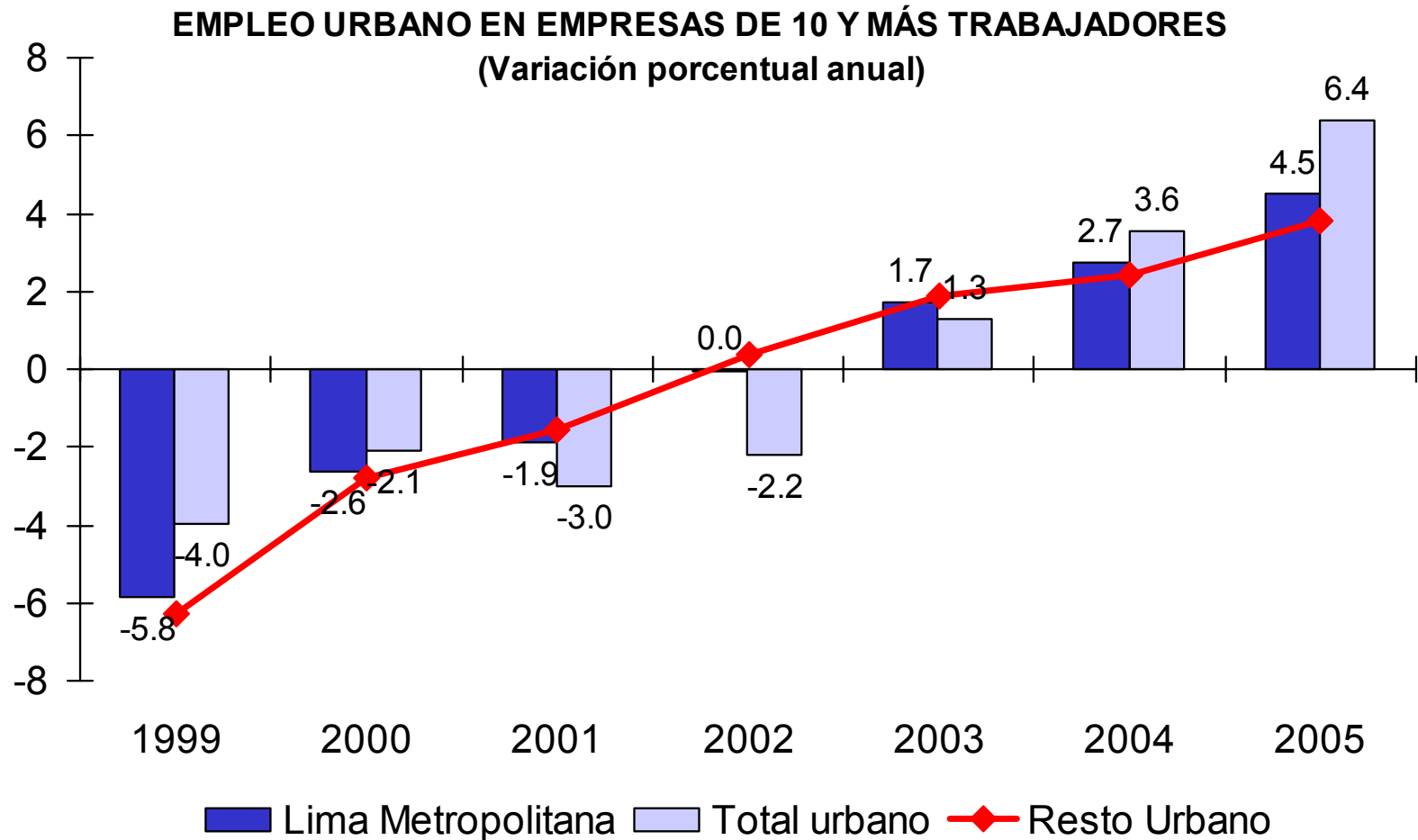


# PBI y demanda interna

PBI de 2006 creciendo a tasa tendencial de los últimos años (5%).



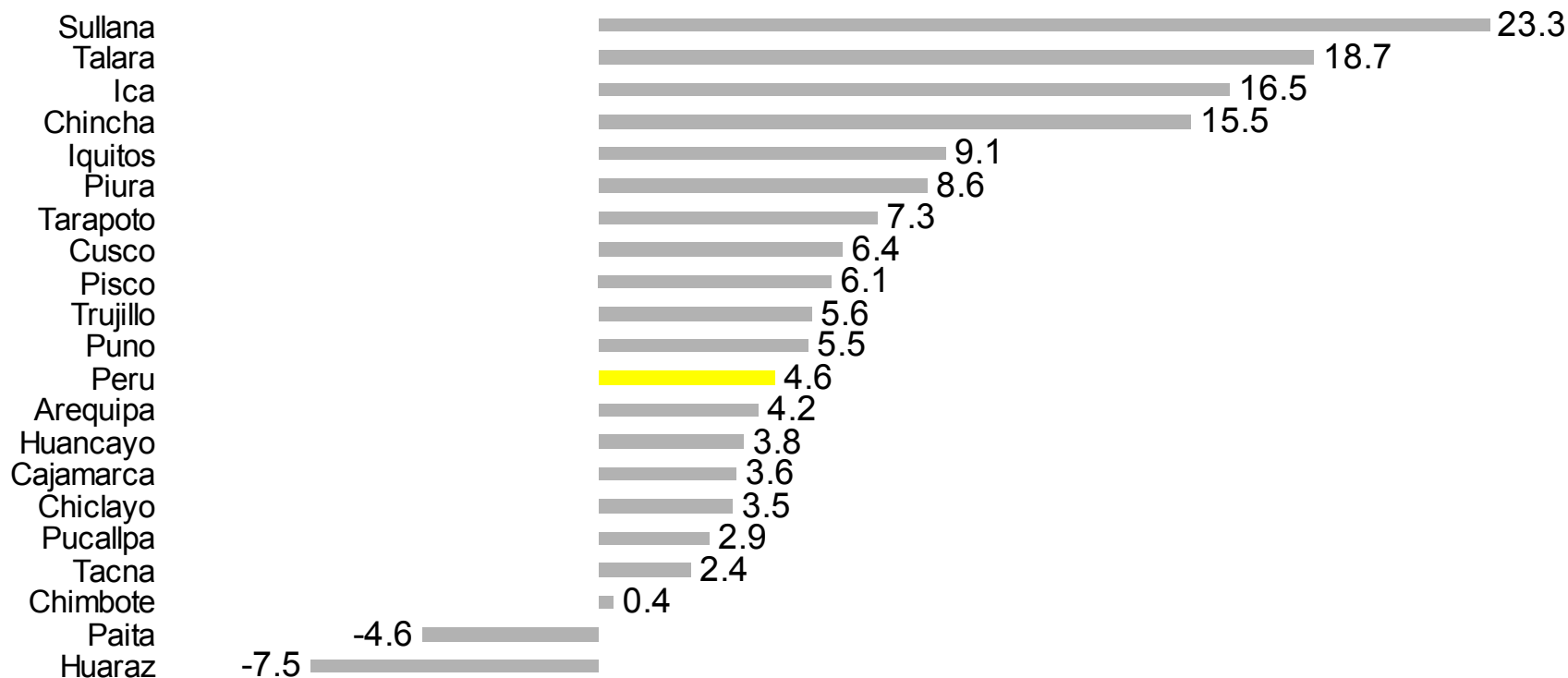
# Empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores



Fuente: MIPE

# Empleo urbano por ciudades

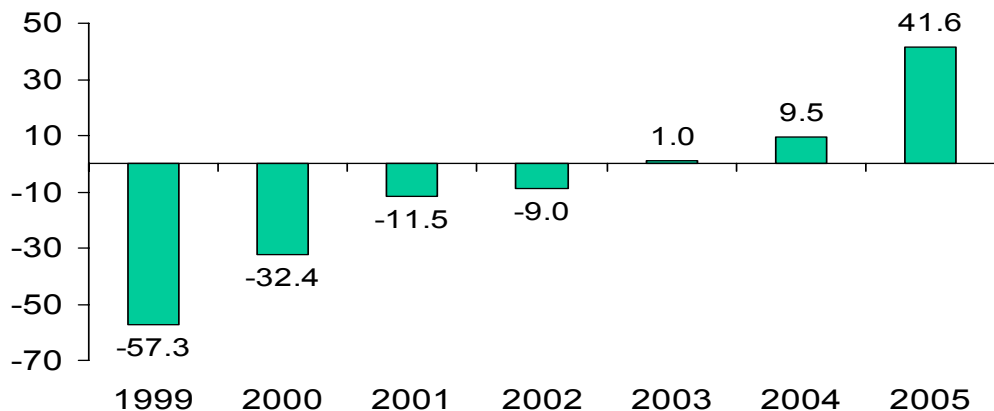
## EMPLEO URBANO EN EMPRESAS DE 10 Y MÁS TRABAJADORES: 2005 1/ (Variación porcentual anual)



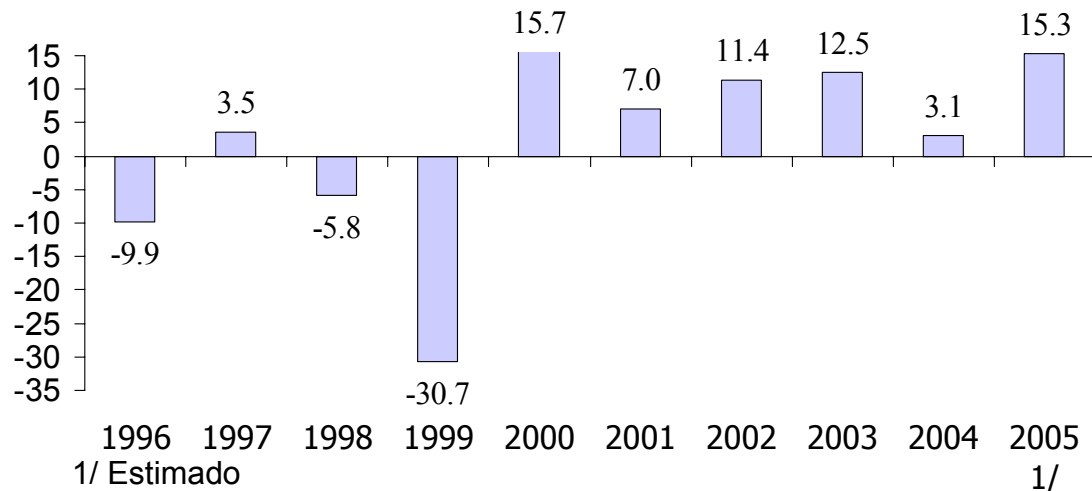
1/ Enero-diciembre 2005

# Indicadores de consumo privado

VENTA DE AUTOS NUEVOS  
(Var % anual)

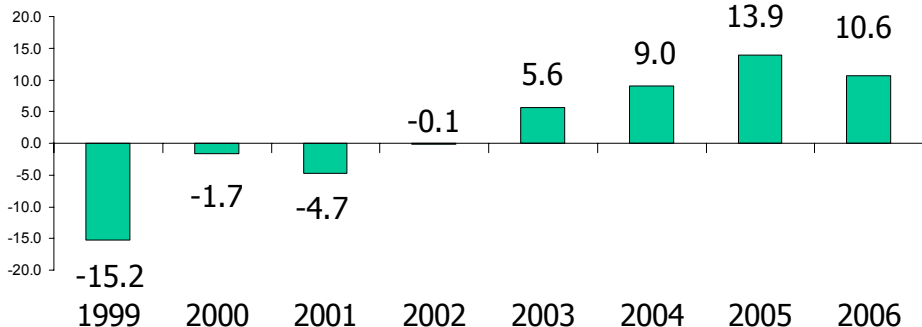


Importación de Bienes de Consumo Duradero  
Var.% anual

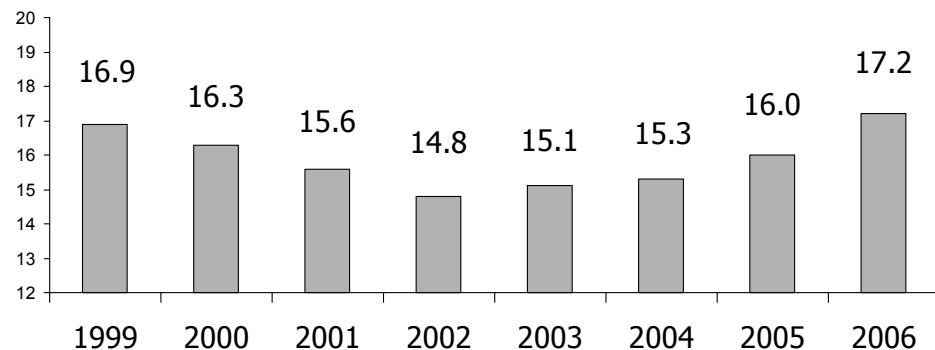


# Aceleración de la inversión privada

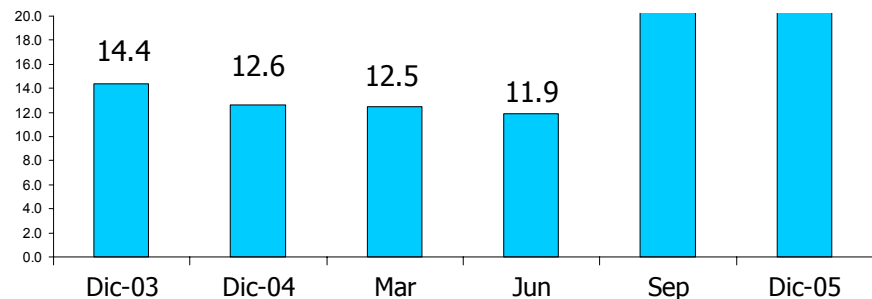
**Inversión Privada Fija  
Var. %**



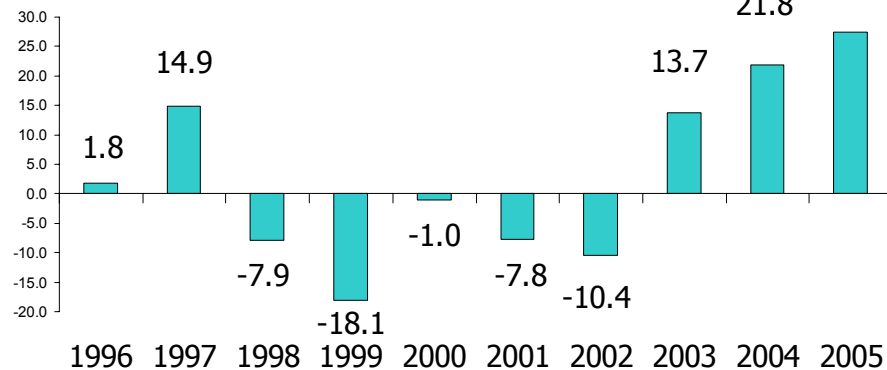
**Inversión Privada Fija  
% del PBI**



**Créditos Hipotecarios  
Var. % 12 meses**

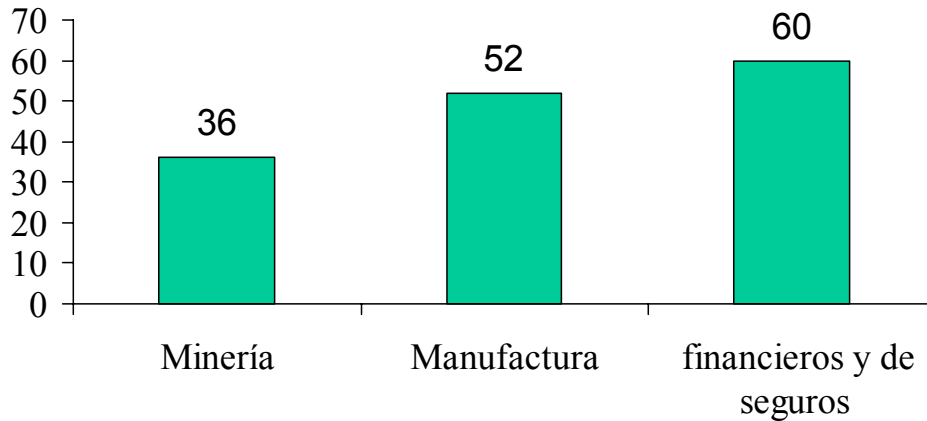


**Importación de Bienes de Capital  
Var. %**



# Inversión privada

UTILIDADES DE LAS EMPRESAS  
Enero - Setiembre 2005  
(variaciones porcentuales anuales)



Los sectores de transporte y comunicaciones y manufactura presentan altas tasas de aumento de inversión.

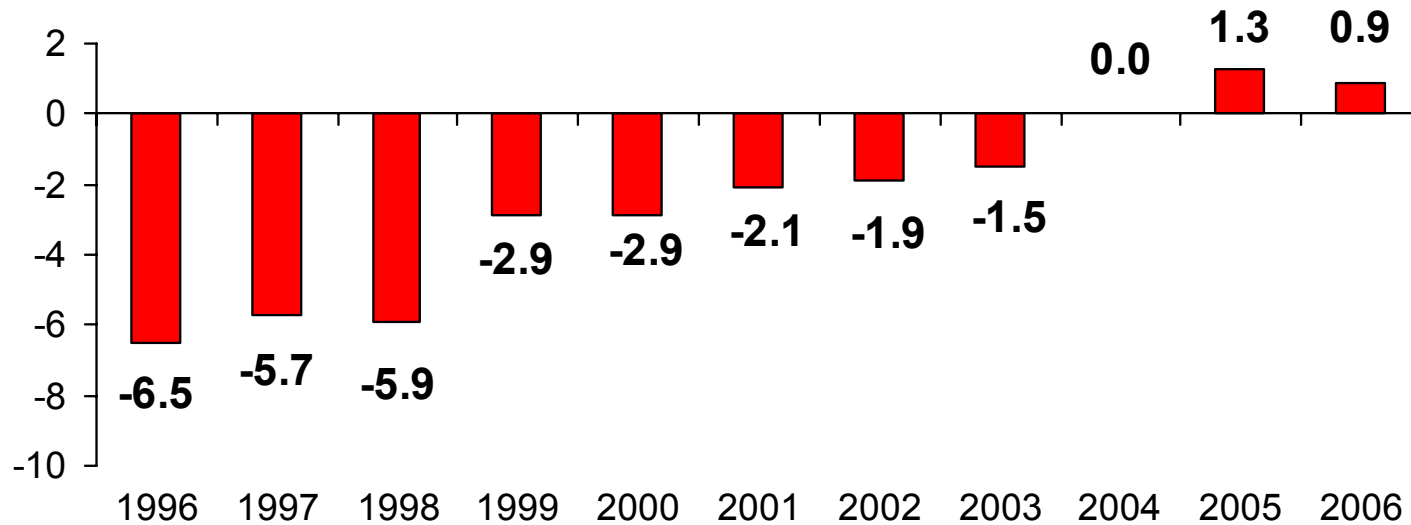
## INVERSIÓN 2005 – 2006 (millones de US\$)

Sector	2005	2006	Var %
Transportes y comunicaciones	328	443	35,2
Manufactura	344	443	28,9
Comercio y servicios	153	184	20,4
Electricidad y Gas	317	372	17,2
Minería	1182	1214	2,7
Hidrocarburos	79	60	-23,3
Agropecuario y Pesca	80	59	-26,4
<b>TOTAL</b>	<b>2482</b>	<b>2775</b>	<b>11,8</b>

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas

# Evolución de la cuenta corriente

## Resultado en cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PBI)



# Balanza comercial

(millones de US\$)

				Var%	
				2005	2006
	2004	2005 1/	2006 2/		
<b>1. EXPORTACIONES</b>	<b>12617</b>	<b>17 247</b>	<b>18839</b>	<b>36.7</b>	<b>9.2</b>
Productos tradicionales	9028	12839	13649	42.2	6.3
Productos no tradicionales	3476	4271	5009	22.9	17.3
Otros	13	137	180	20.9	31.8
<b>2. IMPORTACIONES</b>	<b>9824</b>	<b>12084</b>	<b>13591</b>	<b>23.0</b>	<b>12.5</b>
Bienes de consumo	1973	2290	2568	16.1	12.1
Insumos	5356	6598	7284	23.2	10.4
Bienes de capital	2365	3078	3624	30.1	17.8
Otros	130	118	116	-9.2	-1.8
<b>3. BALANZA COMERCIAL</b>	<b>2793</b>	<b>5163</b>	<b>5247</b>		

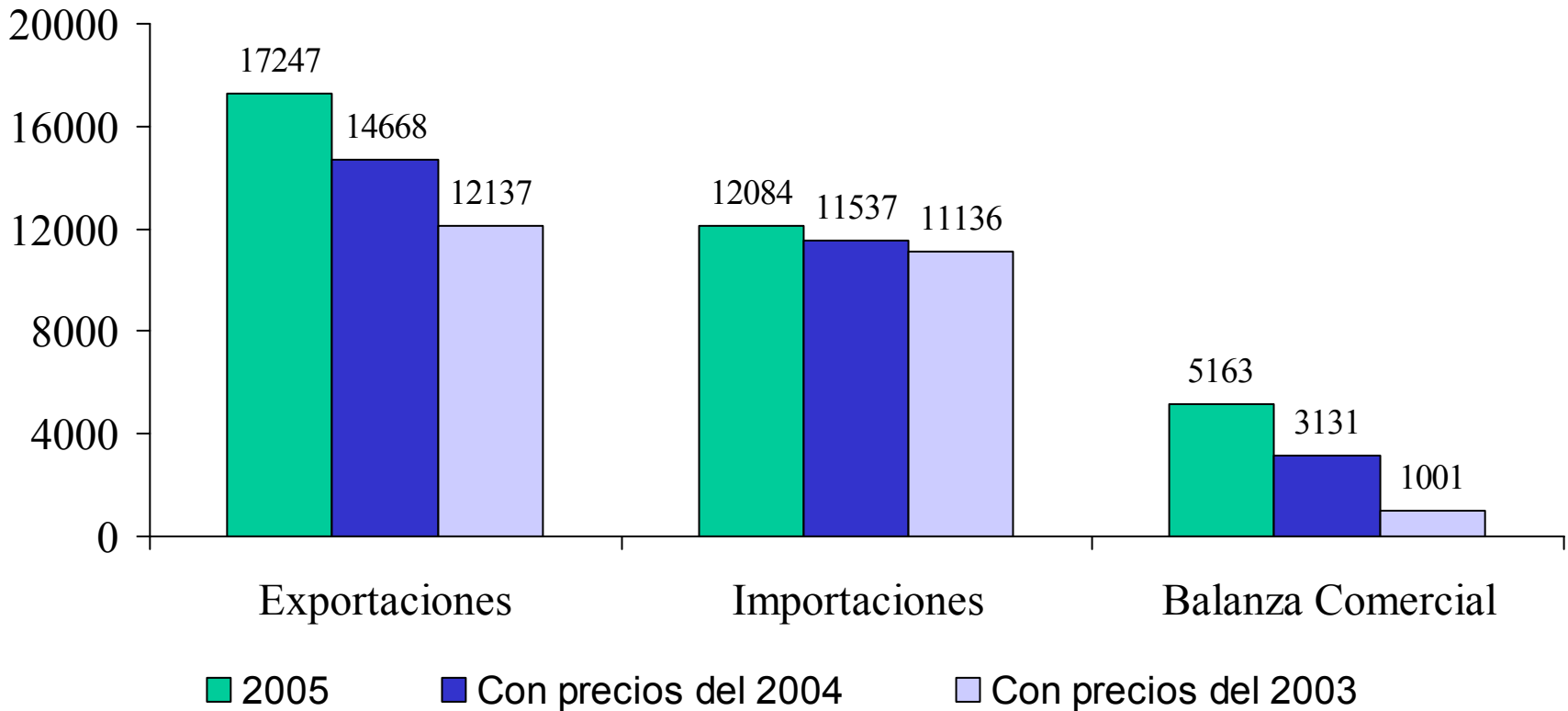
1/ Preliminar

2/ Estimado

# Balanza comercial y términos de intercambio

Aún si se aísla el efecto neto favorable de los términos de intercambio de los últimos dos años, la balanza comercial a precios de 2003 continúa siendo positiva.

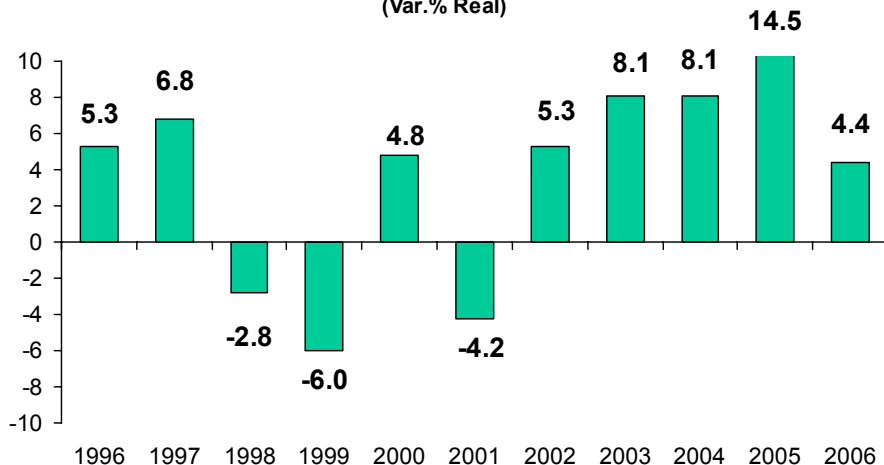
**BALANZA COMERCIAL CON EFECTO TÉRMINOS DE INTERRCAMBIO**  
(Millones de US\$)



# Reducción del déficit fiscal por crecimiento de los ingresos

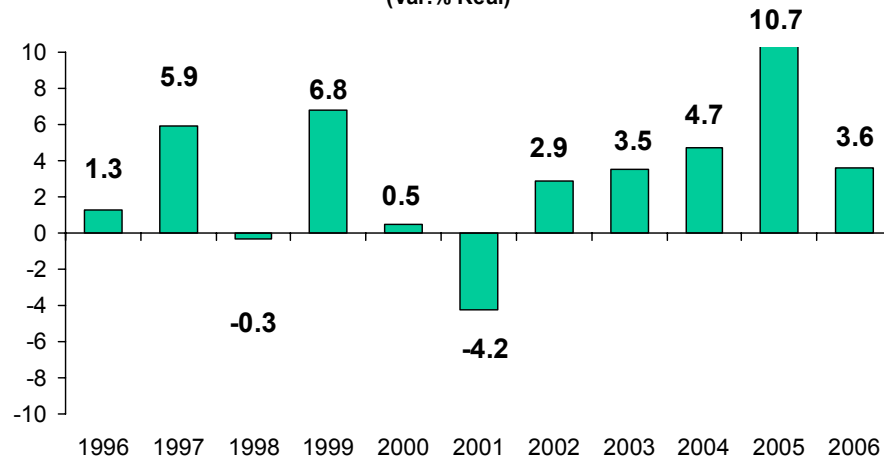
## Ingresos Corrientes del Gobierno Central

(Var.% Real)



## Gastos No Financieros del Gobierno Central

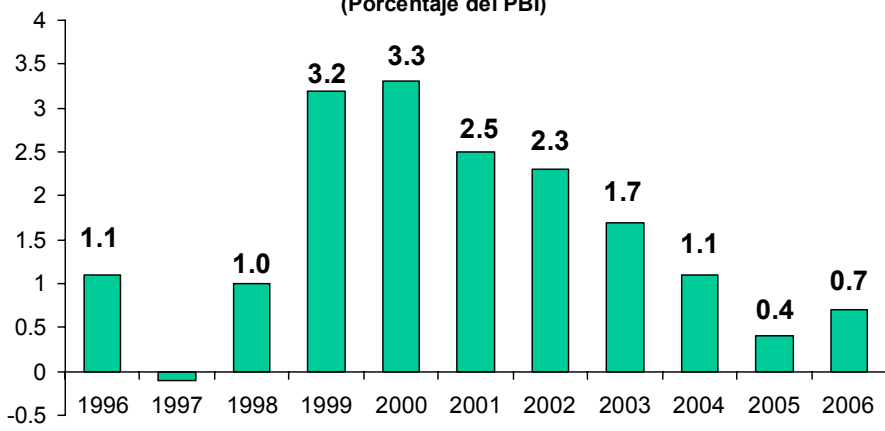
(Var.% Real)



## Déficit Económico del Sector Público No

### Financiero

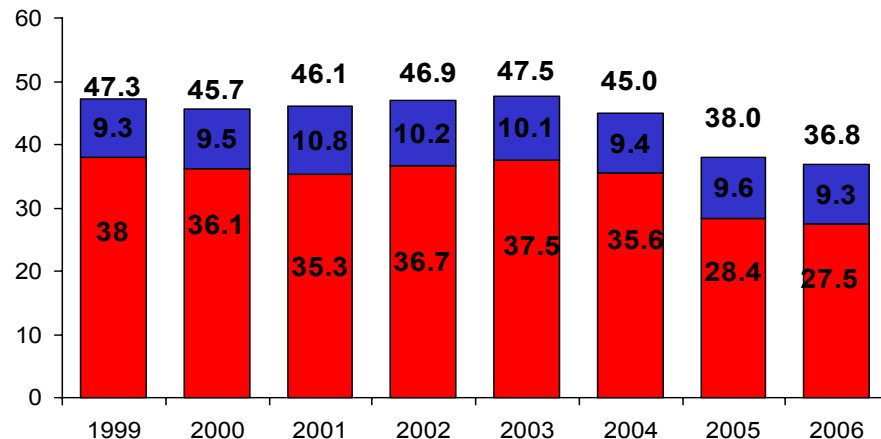
(Porcentaje del PBI)



## Deuda Pública: 1999-2006

(Porcentaje del PBI)

■ Deuda externa ■ Deuda interna



# Expectativas macroeconómicas: 2006 <sup>1/</sup>

	Mes de la encuesta		
	Mayo	Agosto	Febrero
<b>Inflación (%)</b>			
Analistas económicos	2.5	2.5	2.5
Instituciones del sistema financiero	2.6	2.5	2.5
<b>Crecimiento del PBI (%)</b>			
Analistas económicos	4.5	4.6	5.0
Instituciones del sistema financiero	4.2	4.9	5.0
<b>Tipo de cambio (S/. Por US\$)</b>			
Analistas económicos	3.34	3.30	3.34
Instituciones del sistema financiero	3.32	3.30	3.30
<b>Tasa de interés interbancaria (%)</b>			
Analistas económicos	4.2	3.5	4.0
Instituciones del sistema financiero	4.5	3.8	4.2

1/ De las Encuestas de expectativas macroeconómicas del BCRP