

Conflicto de objetivos en la política monetaria peruana al aplicarse el esquema de la meta explícita de inflación con intervención en el mercado cambiario: un análisis teórico y empírico

Resumen

Inicialmente se revisa la literatura pudiéndose observar diferentes opiniones sobre la intervención en el mercado cambiario y sus respectivas consecuencias cuando la autoridad monetaria aplica el esquema de meta explícita de inflación. Luego se desarrolla un modelo gráfico de corto plazo donde se demuestra teóricamente que un sistema monetario con control de la tasa de interés, como es el caso de la meta de inflación, imposibilita que la autoridad monetaria controle el tipo de cambio. En cuanto a la evidencia empírica, se analiza la tasa de interés de referencia de la política monetaria, la inflación, la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno y el tipo de cambio del año 2007 a julio del 2009. En el análisis de los datos se comprobó que no se pudo evitar que el tipo de cambio disminuya aun con una política monetaria interventora en el mercado cambiario. También se demuestra que hacia finales del año 2008 mientras la actividad económica crecía a tasas menores, la tasa de interés de referencia se mantuvo alta con la finalidad de evitar que la inflación siga acelerándose y que el tipo de cambio aumentara teniendo en consideración su tendencia creciente.

Palabras claves

Tipo de cambio, trade off, tasa de interés.

Introducción

En un contexto de apreciación de la moneda nacional y teniendo en consideración el esquema de meta explícita de inflación adoptado por el Banco Central de Reserva del Perú, se hace necesario investigar si la política monetaria presentó un conflicto de objetivos (trade off), entre la tasa de interés de referencia y el tipo de cambio. Este conflicto se presentaría cada vez que la autoridad monetaria aumente (disminuya) la tasa de interés de referencia para desacelerar la inflación (deflación) o que aplique una política monetaria contracíclica y que a su vez intente controlar el tipo de cambio. Al

caracterizarse el esquema de meta de inflación por fijar la tasa de referencia que influirá muy cercanamente en la tasa de interés interbancaria, el tipo de cambio sería la variable que se ajuste de acuerdo a las fuerzas del mercado.

1.- Revisión de la literatura

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) implementó el esquema de meta explícita de inflación en el año 2002 luego que se lograra la estabilidad macroeconómica después de la década de los años noventa, iniciándose con una meta de 2.5% y un rango de más y menos 1% (Rossini,2013).

Armas (2001) plantea que haber mantenido el sistema del agregado monetario como meta intermedia durante el cambio de régimen monetario a partir del año 1990 fue eficiente para reducir las altas tasas de inflación dado que no hubiese sido efectivo utilizar la tasa de interés como señal de la política económica.

En cuanto a la dolarización vigente en la economía peruana, Winkelried y Castillo (2010), citados en Rossini (2013), señalan que: “esta persistencia en los niveles de dolarización se ha debido a la propia inercia de la dolarización, la existencia de costos de transacción y el nivel aún subdesarrollado del mercado de capitales” (pág. 40). Al respecto el BCRP adoptó una serie de estrategias con la finalidad de evitar que los niveles de dolarización afecten la estabilidad monetaria: primero, acumulación de reservas internacionales, segundo, la exigencia de elevados niveles de liquidez a los intermediarios financieros, y tercero, una sólida posición financiera del gobierno y del Estado lo que conllevó a una política fiscal ordenada y disciplinada (Rossini, 2013). En los últimos años, incluyendo aquellos de la crisis financiera internacional, el tipo de cambio tuvo fuertes movimientos al alza y a la baja siendo estos últimos más intensos. Ante esta situación, la autoridad monetaria compró dólares con la finalidad de evitar cambios bruscos y que el tipo de cambio acentúe la tendencia a la baja, lo que de alguna

manera se logró pero no se pudo evitar que la moneda nacional de aprecie considerablemente.

Rossini (2013) dice que estas acciones de compra de dólares ocasionaron que la base monetaria se expanda y que por tanto afecte la cantidad de dinero de los bancos disponible para los créditos. Es así que se implementó una medida que consistió (y se mantiene en la actualidad) en esterilizar los montos de dinero emitidos como consecuencia de la compra de dólares a través de la colocación de certificados de depósitos los mismos que son comprados por los bancos comerciales previo depósito en la institución monetaria. Agrega Rossini que el gobierno ha colaborado en esta estrategia depositando sus ahorros en el instituto emisor lo cual vendría a ser una esterilización fiscal lo que significa que el gobierno influye en la política monetaria.

El autor mencionado explica en su artículo que los fondos depositados por el gobierno en el año 2010 representaron el 10% del PBI, cifra mucho mayor que la de los depósitos bancarios que alcanzaron la suma del 4.2% y del circulante que fue del 5.4% del PBI. También plantea que existe la preocupación de que el costo financiero de emitir los certificados de depósitos exceda los intereses que se ganan por tener depositados las reservas internacionales en instituciones extranjeras o en activos financieros internacionales.

Schmidt-Hebbel, citado en Armas, Ize y Levy Yeyati (2006) como colaborador y comentarista, señala sus reservas a las intervenciones cambiarias en un esquema de meta explícita de inflación dado que puede afectar la credibilidad de la política monetaria.

Ize (2001) formula la siguiente pregunta: “¿se puede permitir la libre flotación del tipo de cambio o este debe estar sujeto a fijación de metas, por lo menos dentro de ciertos límites?” (pág.6). Este autor, citando a Calvo y Reinhart (2000), sintetiza la pregunta

con una expresión conocida en la literatura económica como el «miedo a la flotación» que cabe destacar es una característica de la política monetaria peruana.

En cuanto a la justificación de las operaciones de esterilización, Rossini (2014) argumenta que:

En el Perú, la respuesta de política monetaria ha consistido en la intensificación de las intervenciones del BCRP en el mercado cambiario y en movimientos programados de las tasas de encaje bancario, lo cual ha sido acompañado por medidas de ajuste fiscal..... con el objetivo de prevenir un crecimiento excesivo del crédito en moneda extranjera (pág. 9)

Y en relación a la motivación de la intervención en el mercado cambiario el mismo investigador señala que:

El objetivo principal de la intervención cambiaria en el Perú es reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales a fin de prevenir efectos en las hojas de balance y en la posición financiera parcialmente dolarizada de las familias y empresas...(pág. 11)

Otro punto importante es que para incentivar que los bancos compren los certificados de depósitos (CD) las tasas de interés tienen que ser atractivas financieramente considerando el costo de oportunidad que tendrían en el sistema financiero. Luego, para poder colocar sus CD el BCRP tendría que elevar la tasa de interés que pagan estos activos financieros. Al respecto Rossini (2013) nos dice que:

...un potencial problema del mecanismo de intervención esterilizada es que pueden crear un incentivo para atraer mayores entradas de capitales debido al diferencial entre las tasas de interés locales y las tasas de interés internacionales. Esta posibilidad podría neutralizar a la política monetaria, ya sea paralizando el uso de la tasa de interés de referencia de la política

monetaria o atrayendo más financiamiento externo. Estos flujos de capital tienen como un incentivo adicional la expectativa de mayor apreciación de la moneda local (pág. 45)

Esta cita nos explica que la política monetaria puede ser inefectiva dado que se presentaría una contradicción en la misma toda vez que una intervención para evitar que el tipo de cambio disminuya puede crear un efecto contrario. La lógica es la siguiente: el BCRP compra dólares para evitar que el tipo de cambio disminuya o para frenar la tendencia decreciente lo que implica emisión de dinero lo que crea desequilibrios monetarios; para evitar esta situación el BCRP coloca certificados de depósitos y esteriliza el dinero emitido; sin embargo mientras más dólares compra tendrá que seguir emitiendo estos documentos y para lograr este objetivo tendrá que incentivar a los agentes financieros pagando una mejor tasa de interés por sus depósitos en el ente emisor lo que significa aumentar la tasa de interés de los certificados de depósitos; esta acción dará la señal a los mercados nacionales e internacionales que se está pagando una tasa que superaría la internacional trayendo como consecuencia un ingreso de dólares a la economía con la finalidad de venderlos y comprar los certificados de depósito presionando al tipo de cambio a disminuir; luego al vencer los certificados de depósito los inversionistas compran dólares en el mercado y éstos son transferidos a la economía de donde vinieron. Esta lógica nos explica que no solamente la política monetaria orientada a controlar el tipo de cambio se autoderrotaría sino que el ente emisor tiene un límite para colocar certificados de depósitos y a la vez para comprar dólares lo que ocasionaría que el tipo de cambio se fije por las fuerzas de mercado volviéndose infructuosa la intervención cambiaria.

Al respecto, Leiderman, Maino y Parrado (2006) dicen lo siguiente:

...así, un aumento de la tasa de interés doméstica destinada por ejemplo a enfrentar un posible impacto inflacionario ocasiona por lo general en el corto plazo una apreciación nominal y real... (pág. 119).

En adición, estos autores opinan que:

..con un régimen convencional de esquema de meta explícita de inflación ECMEI, el principal objetivo final es la inflación y la meta operativa, la tasa de interés. Por consiguiente, los choques son absorbidos principalmente por el tipo de cambio y las intervenciones en el mercado cambiario son usadas sólo de manera ocasional para contribuir a suavizar choques excepcionalmente grandes (pág. 120)

Existen opiniones que un esquema de meta de inflación debe incluir intervenciones en el tipo de cambio sobre todo en economías emergentes.

Clinton y Perrault (2001) cita a Frederic Mishkin y Savastano (2000) quienes sostienen que es necesario en algunas circunstancias que la política monetaria debe utilizar sus instrumentos para evitar un pánico cambiario. Explica el caso del Banco de Canadá que en varias oportunidades elevó considerablemente la tasa de interés denominada Bank Rate para enfrentar presiones en el mercado cambiario aun cuando el esquema de meta de inflación contempla flotación flexible y la no intervención en el tipo de cambio.

Clinton et al nos dice que un esquema de meta de inflación mantiene su solidez aun si la flotación del tipo de cambio es administrada sobre todo en una economía emergente y que la suavización de las variaciones del tipo de cambio puede ser un componente útil en este esquema monetario.

También:

Para las economías avanzadas, hay buenas razones para optar por el extremo de la flotación, es decir, para no tener una política cambiaria como tal, y

para basar la política monetaria únicamente en el requerimiento que supone el control de la inflación. La política monetaria respondería a los movimientos del tipo de cambio sólo en la medida en que afecten la tasa de inflación, ignorando el efecto transitorio sobre el nivel de precios. Taylor (2000) apoya una «trinidad»: tipo de cambio flexible, meta de inflación y regla de política monetaria.....” (pág. 2)

Al respecto este autor cita a Armour, Fung y MacLean (2001) quienes explican el caso de tres países:

.....a partir de un análisis de Canadá, Australia y Nueva Zelanda en la década de 1990 que, en la medida que se siga una política creíble orientada a lograr una inflación baja, la política monetaria puede, en general, dejar que el tipo de cambio alcance su propio nivel (pág. 2)

Agrega Clinton que las economías citadas tienen ciertas características como es el caso de la estabilidad macroeconómica, tipo de cambio estable, pass through del tipo de cambio a los precios de baja intensidad, conocimiento de los canales de transmisión de la política monetaria por parte del banco central y que las variaciones del tipo de cambio no es una amenaza a la estabilidad macro financiera.

Respecto a las economías emergentes, Clinton plantea que las economías emergentes tienen otras características que ameritan una intervención en el tipo de cambio. Se refiere a la inestabilidad de las expectativas del tipo de cambio y que éstas afectan la estabilidad económica, dada la larga memoria de los agentes económicos respecto al déficit fiscal, financiación de éste vía emisión de dinero, monedas nacionales que normalmente reciben ataques especulativos y un limitado conocimiento de los canales de transmisión de la política monetaria por parte de la autoridad monetaria.

Esta situación ha influido para que muchas autoridades y observadores recomienden la intervención en el tipo de cambio dado que en las economías emergentes esta variable se caracteriza por ser inestable. Clinton cita a Calvo y Reinhart (2000) quienes dicen que dado los factores antes señalados se justifica que la autoridades intervengan en el mercado cambiario.

2.- Objetivos de la investigación

El primer objetivo consiste en demostrar la existencia de un conflicto de objetivos (trade off) en la política económica peruana entre la tasa de interés de referencia y el tipo de cambio toda vez que la tasa de interés varía como parte de la política monetaria para controlar la inflación o para aplicar una política monetaria contracíclica.

El segundo objetivo es demostrar que siendo la política monetaria interventora en el mercado cambiario comprando dólares para evitar que el tipo de cambio disminuya, éste no se logró.

3.- Metodología

Se analiza la política económica de manera teórica con un modelo macroeconómico de corto plazo gráfico desarrollándose dos casos de política monetaria. Luego se revisan estadísticas a través de dos figuras con series de tiempo graficadas aplicando un método histórico por tratarse de datos fechados, y descriptivo porque describe el comportamiento de la economía y la política monetaria en un determinado periodo de tiempo a la luz del modelo teórico planteado en este documento.

4.- Resultados de la investigación

a) Teóricamente se demuestra que no es posible controlar la tasa de interés y el tipo de cambio. En el primer caso, ante un aumento de la tasa de interés de referencia para desacelerar la inflación, el tipo de cambio disminuye. Y para evitar esta disminución, el banco central emite dinero hasta que la tasa de interés y el tipo de cambio retornen a su valor inicial. Luego no se puede controlar la inflación sin modificar el tipo de cambio.

En el segundo caso, el tipo de cambio tiene una tendencia decreciente, y si el objetivo es mantenerlo en su nivel, el banco central compra dólares expandiendo la oferta de dinero y disminuyendo la tasa de interés. Por tanto el resultado será una política monetaria inflacionaria. En adición, si coloca certificados de depósito para retirar el dinero emitido, la tasa de interés retorna a su valor inicial pero el tipo de cambio disminuirá.

b) En cuanto al análisis de los datos estadísticos macroeconómicos del párrafo 7, se comprueba que mientras la tasa de interés de referencia y la inflación aumentaban, el tipo de cambio disminuía aun teniendo en consideración la política monetaria interventora en el mercado cambiario a través de las compras de dólares. En tal sentido, no se logró el objetivo de mantener el tipo de cambio.

En adición, se demuestra que la autoridad monetaria no disminuyó la tasa de interés de referencia aun cuando la economía se desaceleraba y el tipo de cambio aumentaba. Una de las razones por la cual no se disminuyó esta tasa fue evitar que la inflación aumente, y la segunda razón se debió a que si se hubiese disminuido la tasa de interés mencionada como parte de una política monetaria contracíclica, el tipo de cambio hubiese sido presionado al alza teniendo en cuenta su tendencia creciente. La tasa de interés de referencia empezó a disminuir cuando la inflación y el tipo de cambio se tornaron decrecientes.

5- Discusión

5.1-Un enfoque teórico: un modelo de corto plazo, con intervención en la tasa de interés y tipo de cambio

a) Supuestos del modelo

A continuación se desarrolla un modelo donde un banco central utiliza la tasa de interés como un instrumento para controlar la inflación, variable objetivo, y en adición a esta función primordial, interviene en el tipo de cambio mediante operaciones de

compra y venta de dólares para influir en el tipo de cambio. A continuación se plantean cuatro supuestos:

a.1) Se asume un mercado de reservas bancarias para nuevos soles y dólares donde influye la autoridad monetaria con la compra y venta de dólares influyendo en la tasa de interés interbancaria que es aquella con la que intercambian los bancos comerciales fondos económicos. La tasa activa y pasiva de los bancos comerciales siguen la misma tendencia, es decir, variaciones en la tasa interbancaria influye en la tasa de interés que pagan los bancos por los depósitos de sus clientes y por los intereses que pagan los clientes por recibir préstamos. Se asume que éstas son iguales lo que no afecta lo esencial del modelo.

a.2) El dólar circula libremente en la economía lo que significa que ésta se encuentra dolarizada extraoficialmente. Por tanto las personas deciden cuanto de efectivo tener en nuevos soles o en dólares dependiendo cuánto pagan los bancos por los depósitos en ambas monedas.

a.3) Siguiendo el acápite anterior, se da el arbitraje entre la tasa de interés en nuevos soles y en dólares que pagan los depósitos bancarios haciendo que el mercado tienda a la condición de la paridad de intereses.

a.4) El modelo es de corto plazo y con un enfoque financiero y cambiario dejando de lado el mercado de bienes.

b) El mercado de dinero

El mercado de dinero está compuesto por la demanda y oferta de dinero.

La ecuación (1) es la demanda de dinero agregada M_d , que depende de la renta nacional, Y , y de la tasa de interés en nuevos soles i , siguiendo los modelos keynesianos:

$$M_d = M_d(Y, i) \dots (1)$$

La oferta de dinero M_o , varía cada vez que la autoridad monetaria compra o vende dólares a los bancos comerciales y coloca o vende certificados de depósito a los bancos comerciales en moneda nacional, CD. La oferta de dinero se explica de la siguiente manera:

$$M_o = M_o(RIN, CD) \dots (2)$$

El equilibrio en el mercado de dinero será el siguiente:

$$M_o(RIN, CD) = M_d(Y, i) \dots (3)$$

En nuestro modelo, la tasa de interés se fija como parte de la política monetaria, y la oferta de dinero por tanto se convierte en endógena.

c) El mercado cambiario

El mercado cambiario lo explicamos a través de la ecuación de arbitraje (4), que representa a la condición de la paridad de intereses descubierta:

$$i = i^s + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \dots (4)$$

donde E_t es el tipo de cambio efectivo, i es la tasa de interés, E_{t+1}^e es el tipo de cambio esperado. Se asume que la tasa de interés que se paga por los depósitos en dólares y el tipo de cambio esperado no varía. En tal sentido la tasa de interés en nuevos soles y el tipo de cambio efectivo se mueven en sentido contrario dado el proceso de arbitraje.

d) El modelo gráfico del mercado de dinero y cambiario

En la siguiente figura tenemos dos cuadrantes. En el primero se tiene M_o y M_d donde se fija la tasa de interés i . En el segundo cuadrante se grafica la relación entre E_t así como i de acuerdo a la ecuación de arbitraje (curva EA). La relación es inversa entre ambas variables como se explicó antes. En la Figura N° 1 se tiene el modelo gráfico.

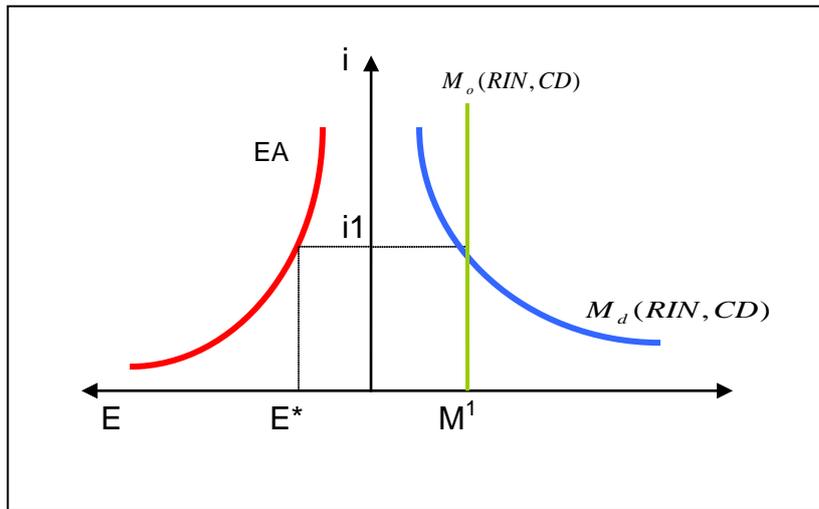


Figura N° 1

e) Aumento de la tasa de interés para frenar la inflación y compra de dólares

A continuación desarrollaremos un primer caso que consiste en que el banco central aumenta la tasa de interés para frenar la aceleración de la inflación pero que a su vez tiene como objetivo evitar que el tipo de cambio disminuya.

Se parte del punto 1 de ambos cuadrantes de la Figura N° 2 donde el mercado de dinero y cambiario están equilibrados. El banco central para controlar la inflación aumenta la tasa de interés con la finalidad de desacelerar el consumo y la inversión, es decir, el gasto de bienes y servicios finales en la economía. Para el efecto expande la oferta de dinero en una proporción menor de la que aumenta la demanda de dinero, de M_1^o a M_2^o (desaceleración de la tasa de crecimiento del dinero) lo que implica que aumenten las RIN. La tasa de interés se incrementa de i_1 a i_2 .

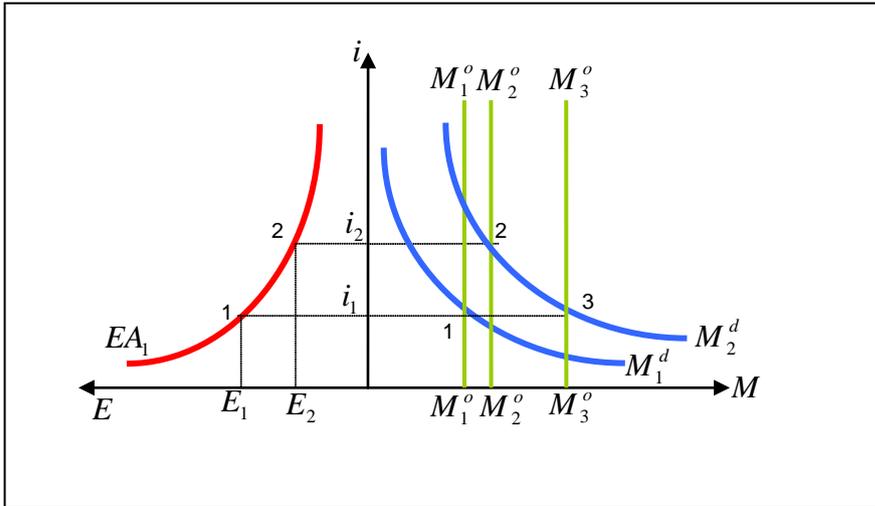


Figura N° 2

El tipo de cambio disminuye de E_1 a E_2 . La economía pasa del punto 1 al punto 2. El banco central debe evitar que el tipo de cambio disminuya entonces tendrá que comprar más dólares lo que ocasionará que nuevamente se expanda la oferta de dinero en una mayor proporción de M_2^o a M_3^o y así disminuya la tasa de interés en nuevos soles de i_2 a i_1 . Las RIN nuevamente se incrementan. La economía se traslada del punto 2 al punto 3 del cuadrante I y retorna al punto 1 del cuadrante II. Así la tasa de interés se mantiene, al igual que el tipo de cambio pero la oferta de dinero se ha expandido más que la demanda de dinero y de una manera creciente.

La conclusión de este ejercicio es que cuando se aplica una política anti inflacionaria aumentando la tasa de interés, entonces el tipo de cambio tenderá a disminuir. En caso se tenga como objetivo evitar que el tipo de cambio disminuya entonces se tendrá que expandir la oferta de dinero y la tasa de interés no cumplirá su función de desacelerar la inflación. Más aún, se contaría con más dinero en la economía por lo que la política monetaria se convertiría en inflacionaria.

f) Tendencia decreciente del tipo de cambio, compra de dólares y esterilización del dinero emitido

En este caso se relaja el supuesto de que el tipo de cambio esperado no varía. Siguiendo la Figura N° 3, asumimos que el tipo de cambio esperado decrece trasladándose la curva

EA de EA_1 a EA_2 ocasionando que el tipo de cambio disminuya de E_1 a E_2 . La economía pasa del punto 1 al punto 2 en el cuadrante II. Con la finalidad de evitar que el tipo de cambio decrezca, el banco central compra dólares y expande la oferta de dinero de M_1^o a M_2^o .

La economía se traslada del punto 1 al punto 3 en el cuadrante I, y del punto 2 al punto 3 en el cuadrante II. El tipo de cambio retorna a su nivel inicial de E_2 a E_1 . Sin embargo, la oferta de dinero se ha expandido y la tasa de interés ha disminuido de i_1 a i_2 , lo que contraviene la política monetaria de mantener la tasa de interés en i_1 . Luego, esta institución decide retirar el dinero emitido colocando certificados de depósito, CD, para esterilizar el dinero emitido. La venta de estos instrumentos contrae la oferta monetaria, de M_2^o a M_3^o , la tasa de interés retorna a su nivel inicial, pero al aumentar la tasa de interés de i_2 a i_1 el tipo de cambio disminuye de E_1 a E_2 . La economía pasa del punto 3 al punto 2 del cuadrante II.

Observamos en este ejercicio que si se quiere mantener el tipo de cambio (tasa de interés) entonces deberá disminuir la tasa de interés (tipo de cambio).

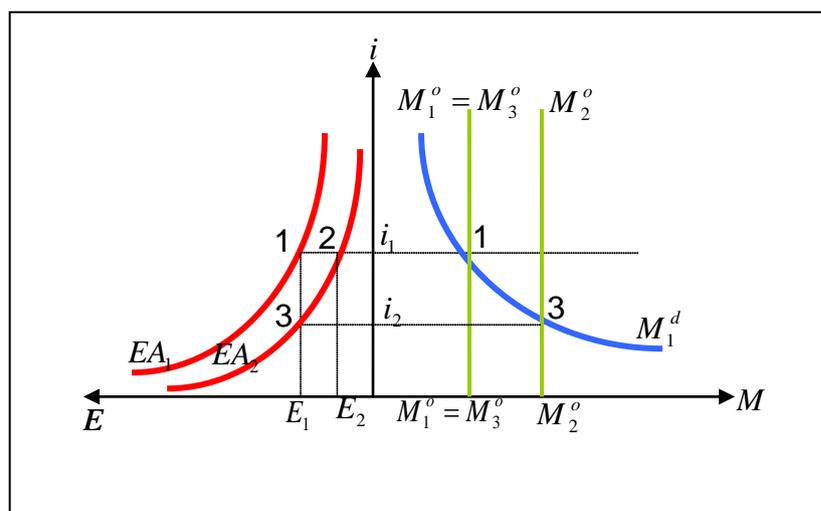


Figura N° 3

5.2.- Un enfoque empírico

En la Figura N° 4 tenemos tres curvas: la tasa de inflación anual, la tasa de crecimiento anual del PBI real con su respectiva curva de promedios móviles de 6 periodos y la tasa de interés de referencia de política monetaria del BCRP. Se puede apreciar que estas variables tuvieron una tendencia creciente hasta setiembre del año 2008 en que el PBI comenzó a desacelerarse. Sin embargo la tasa de interés de referencia y la inflación se mantuvieron entre setiembre del 2008 y enero del 2009, es decir, no variaron mientras la actividad económica crecía cada vez a menores tasas.

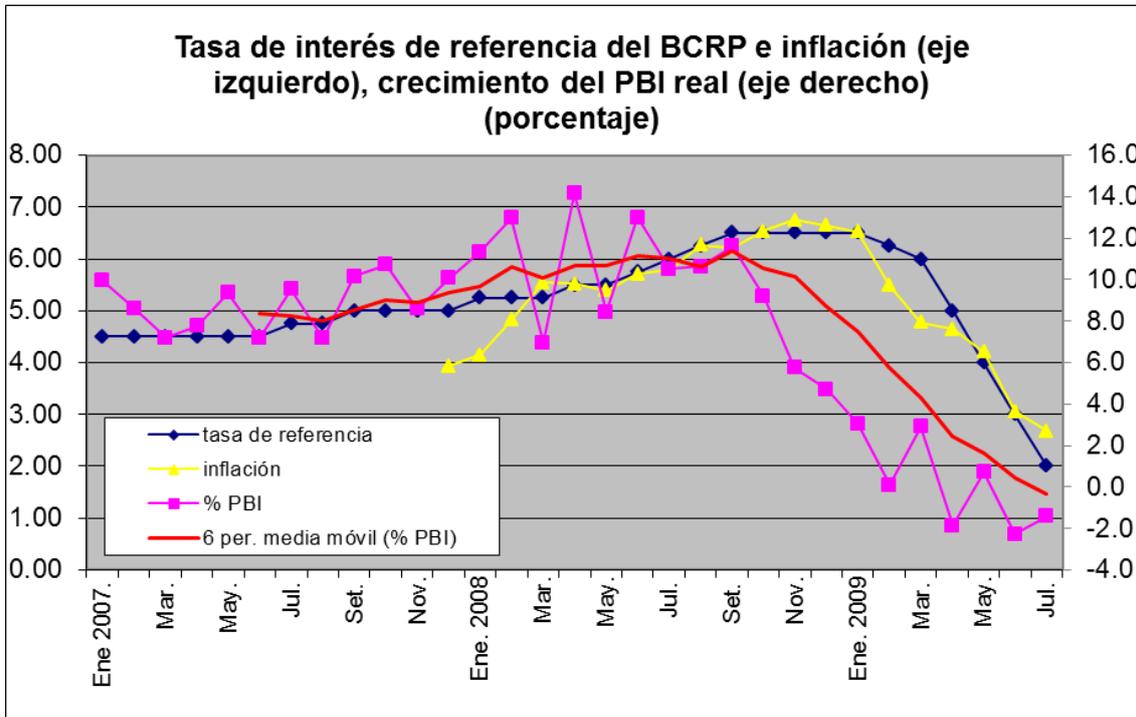


Figura N° 4
Fuente: Estadísticas del Banco Central de Reserva Del Perú
Elaboración propia

Si comparamos esta figura con la N°5 observamos que en el corto periodo señalado el tipo de cambio estaba aumentando. Se puede deducir luego que la decisión del BCRP de no disminuir la tasa de interés de referencia se debió a dos factores: primero, la tasa de inflación bordeaba el 6%, valor que duplica el máximo del rango de inflación, y

segundo, que la tendencia del tipo de cambio era creciente. En tal sentido se concluye que el BCRP no disminuyó la tasa de interés de referencia para frenar la caída del crecimiento del PBI dando prioridad a la inflación y también para no crear una mayor depreciación de la moneda nacional. Cabe destacar que esta institución comenzó a disminuir la tasa de interés de referencia cuando la inflación y el tipo de cambio cambiaron su tendencia hacia la baja.

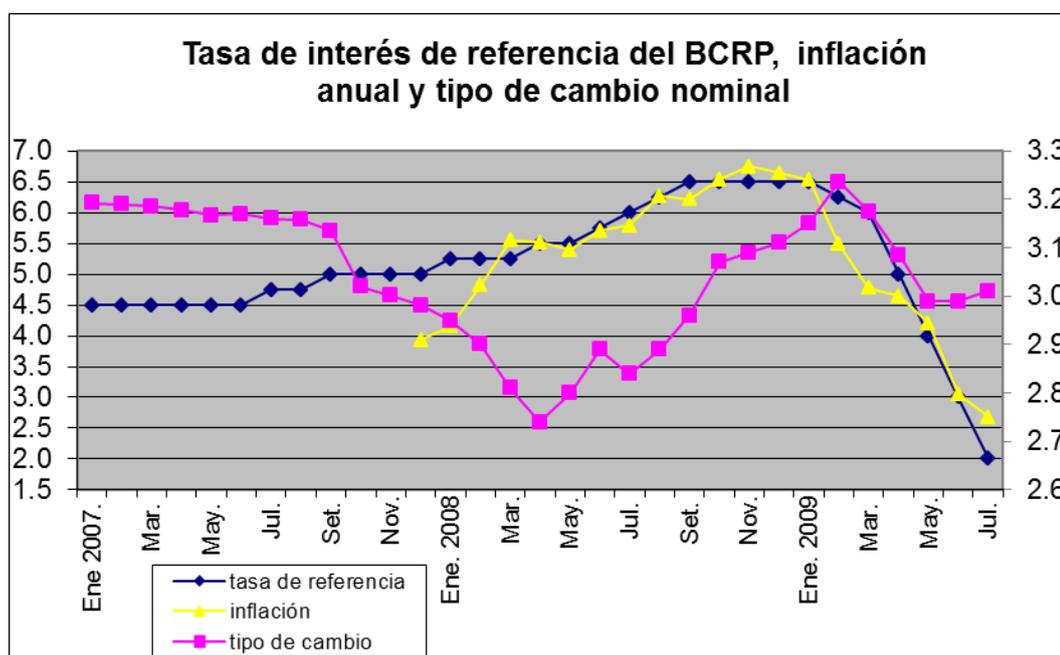


Figura N° 5
Fuente: Estadísticas del Banco Central de Reserva Del Perú
Elaboración propia

Al respecto, el BCRP en su página web publicó un documento denominado: “Medidas monetarias frente a la crisis internacional”¹ lo que corrobora el análisis anterior. Esta institución planteó que:

Una vez que pasaron los momentos de fuerte turbulencia internacional, en febrero de 2009, se comenzó a reducir la tasa de interés de referencia. Si

¹ Estas medidas estuvieron publicadas en la página web durante un tiempo determinado habiendo sido tomadas en el año 2012.

esta medida se hubiese dado antes se corría el grave riesgo de que las expectativas inflacionarias no bajaran, además de una posible crisis cambiaria y una paralización del crédito, pues en una economía dolarizada como la peruana, cualquier aumento brusco del tipo de cambio puede significar que las personas y empresas endeudadas en dólares no cumplan con sus obligaciones, con el consiguiente efecto recesivo en la economía. Es así, que cuando se controlaron las expectativas inflacionarias y se disiparon las presiones alcistas sobre el tipo de cambio en marzo de 2009, el BCRP incrementó el ritmo de reducción de la tasa de interés de referencia a partir de abril, hasta llevarla al nivel actual de 1,25%, históricamente la más baja y la segunda tasa menor de la región.

En adición, en la Figura N° 5 se puede ver que el tipo de cambio tuvo una gran tendencia decreciente hasta abril del año 2008 teniendo en consideración que el BCRP efectuó una gran compra de dólares para evitar que esta variable no disminuya.

6.- Conclusiones

- a) La política monetaria de intervención en el mercado cambiario a través de compras de dólares no pudo evitar la disminución del tipo de cambio.
- b) El BCRP en un corto periodo de tiempo no disminuyó la tasa de interés de referencia mientras el PBI se desaceleraba y el tipo de cambio aumentada con la finalidad de evitar que estas dos variables aumenten.
- c) El BCRP disminuyó la tasa de interés de referencia cuando la inflación y el tipo de cambio empezaron a disminuir.

Referencias bibliográficas

Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z., Valdivia, L. (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: el caso peruano. *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, N° 7.

Armas, A., Ize, A., Levy Yeyati, E. (2006). Dolarización financiera: un panorama general. En Armas, A., Ize, A. & Levy Yeyati, E. (Editores). Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). *Dolarización Financiera. La Agenda de política, Capítulo N° 1, (1-13)*. Lima. Banco Central de Reserva del Perú.

Clinton, K., Perrault, J. (2001). Meta de inflación y tipos de cambio flexible en economías emergentes. *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, N° 7.

Banco Central de Reserva del Perú, *Reporte de Inflación años 2007-2010*, recuperado de www.bcrp.gob.pe

Banco Central de Reserva del Perú. *Cuadros estadísticos*, recuperado de www.bcrp.gob.pe

Banco Central de Reserva del Perú. *Estadísticas mensuales*, recuperado de www.bcrp.gob.pe

Banco Central de Reserva del Perú. *Medidas monetarias frente a la crisis internacional*. recuperado de www.bcrp.gob.pe en el año 2012.

Ize, A. (2001). Implicancias de la dolarización parcial para el régimen de metas de inflación. *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, N° 7.

Leiderman, L., Maino, R., Parrado E. (2006). Metas de inflación economías dolarizadas. En Armas, A., Ize, A. & Levy Yeyati, E. (Editores). Banco Central de Reserva del Perú. (BCRP). *Dolarización Financiera. La Agenda de política. Capítulo N° 5, (117-133)*. Lima. Banco Central de Reserva del Perú.

Rossini, R., Quispe, Z., Serrano, E. (2014). Intervención cambiaria en el Perú. *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, N° 27, (9-24).

Rossini, R., Quispe, Z., Rodríguez, D. (2013). Flujo de capitales, política monetaria e intervención cambiaria. *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, N° 25, (39-50).

