

La Esterilización Económica

Rolando Castro Bernedo

Percy Chávez Rojas

Juan Pablo de la Guerra de Urioste

Katia Dianusso Ortiz

Frenkel (2007), afirma que en un marco de libre movilidad de capitales el Banco Central puede controlar el tipo de cambio y la tasa de interés. Esta aseveración contradice el llamado trilema de una economía abierta al movimiento de capitales. El trilema dice que ese control simultáneo es imposible, que en un contexto de libre movilidad el Banco Central no puede controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés. Sostenemos que trilema es falso en determinadas circunstancias y consecuentemente, el falso como teorema general.

La condición que posibilita el control del tipo de cambio y la simultánea preservación de la autonomía monetaria es la existencia de un exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio meta del Banco Central. En este contexto la autoridad monetaria puede determinar el tipo de cambio comprando el exceso de oferta en el mercado cambiario y puede controlar la tasa de interés esterilizando el efecto monetario de esa intervención mediante la colocación de papeles del Tesoro o del propio Banco Central en el mercado monetario. El Banco Central tiene dos instrumentos disponibles para cumplir sus dos objetivos: la intervención en el mercado de cambios para fijar el tipo de cambio y la intervención en el mercado monetario para determinar la tasa de interés.

Según Bofinger (2003), el exceso de oferta de divisas, al tipo de cambio meta del Banco Central y a la tasa de interés vigente, implica un exceso de demanda de activos domésticos. La intervención completamente esterilizada puede imaginarse como una política instrumentada en

dos pasos. En el primer paso, la intervención del Banco Central en el mercado cambiario genera una expansión de la base monetaria. La situación resultante mostraría un stock mayor de base monetaria, el stock inalterado de activos domésticos y una tasa de interés menor que la inicial. En el segundo paso, la esterilización completa compensa totalmente el cambio en el portafolio privado que tuvo lugar en el primer paso. El Banco Central absorbe el incremento de la base monetaria y coloca un montón de activos domésticos equivalente al exceso de la demanda de activos domésticos inicial (el exceso de oferta de divisas) reponiendo la tasa de interés doméstica a su nivel previo.

Según Frenkel, es el contexto de exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio meta del Banco Central el que invalida el trilema y faculta al Banco Central para determinar el tipo de cambio y la tasa de interés. Creemos que esta idea está poco difundida porque la literatura que discute la autonomía monetaria y los regímenes y políticas cambiarias raramente trata condiciones de exceso de oferta de demanda internacional y se enfoca en abrumadora mayoría sobre situaciones de déficit de balance de pagos.

La intervención compradora esterilizada es posible en cualquier momento del tiempo, no en cualquier circunstancia. La sostenibilidad de la política depende de la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales y de la tasa de interés local, de la trayectoria del tipo de cambio y de la evolución de las variables que determinan la demanda y la oferta de base monetaria.

Costo de esterilización y el grado de autonomía monetaria, según Frenkel, en cada momento del tiempo el costo unitario de esterilización es:

$$s = i - r - e$$

Donde s es el costo de esterilización, i es la tasa de interés local, r es la tasa de interés internacional, $e = dE/E$ ($E = \$ / \text{u}\s) es la tasa de aumento del precio de la moneda internacional. El costo de esterilización s es nulo si

$$i = r + e$$

Esto es, si la tasa de interés local es igual a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio. O, lo que es lo mismo si se verifica la condición de UIP (Bofinger and Wollmerhäuser, 2003).

La política de esterilización es obviamente sostenible si el costo de esterilización es nulo o negativo. Si ésta fuera la condición de sostenibilidad, la política de esterilización sólo sería sostenible si

$$i \leq r + e$$

esto es, $r + e$ sería el valor máximo de la tasa de interés que preservaría sostenible la política de esterilización. Tasas mayores que esa tornarían la política insostenible.

Según Frenkel, la mencionada condición no es necesario para la sostenibilidad, afirma que la política monetaria puede ser sostenible con tasa de interés locales mayores que $r + e$ y calcula la tasa máxima que permite la sostenibilidad de la esterilización. Para lo cual aplica un modelo simple que toma en cuenta que además de activos financieros remunerados, el público demanda y el Banco Central emite base monetaria que no rinde intereses.

Las consideraciones procedentes sugieren definir el grado de autonomía monetaria como la diferencia entre la tasa de interés local máxima que permite la sostenibilidad de la política de

esterilización y $r + e$. Llamando i_{max} a la mencionada tasa máxima y g al grado de autonomía monetaria, definamos:

$$g = i_{max} - (r + e)$$

Dada la tasa de interés internacional y la tasa de aumento del tipo de cambio, el grado de autonomía es mayor cuanto mayor es la tasa de interés local que puede determinarse sin hacer insostenible la política de esterilización.

La condición de sostenibilidad de acuerdo a Frenkel, está dada por el Banco Central, quien tiene las reservas internacionales como único activo. Asimismo, el BC emite dos pasivos, base monetaria y papeles de esterilización que rinden a la tasa local de interés i .

$$P = B + L$$

Donde P es el stock total de pasivos del BC, B es el stock de base monetaria y L es el stock de pasivos remunerados.

A la tasa de interés vigente i y al tipo de cambio E hay un exceso de oferta de moneda internacional C en el mercado de cambio que el BC compra. El incremento en los pasivos totales del BC es:

$$dP = dB + dL = C E + i L \quad (1)$$

Donde $C E$ es el valor en soles del flujo C , $i L$ es el flujo de interés que el BC debe abonar sobre el stock L de pasivos remunerados. Suponemos $dP > dB$, de modo que $dL > 0$. El incremento en la demanda de base monetaria es:

$$dB = B - (p + y) B \quad (2)$$

Donde p es la tasa de inflación, y es la tasa de crecimiento del PBI real y B es la elasticidad de la demanda de base al PBI nominal. R es el stock de reservas internacionales del BC (en moneda

internacional) y $d(R E)$ es el incremento del valor en soles de dichas reservas. Las reservas internacionales rinden r , la tasa de interés internacional. Consecuentemente:

$$d(R E) = R dE + E dR = R dE + E(C + rR) = R dE + E C + E r R \quad (3)$$

La condición de sostenibilidad de la política de esterilización es definida como:

$$dP \leq d(R E)$$

Esta condición significa que la política de esterilización es sostenible si la relación entre pasivos totales del BC y el valor en soles de las reservas internacionales $P/(R E)$ no se incrementa.

Remplazando en la condición de sostenibilidad por (1) y (3) se obtiene:

$$C E + i L \leq R dE + E C + E r R$$

$$i L \leq R dE + E r R \quad (4)$$

Dividiendo la expresión (4) por $R E$ resulta:

$$i L / R E \leq e + r y$$

$$i \leq (e + r) / (L / R E)$$

La política de esterilización es sostenible con tasas de interés locales o inferiores al segundo miembro de la expresión (5). Llamamos $I_r(r) = L/R E$ al cociente entre el stock de pasivos remunerados del BC y el valor en moneda local de las reservas internacionales y formulamos la condición de sostenibilidad como

$$i \leq ((e + r)) / I_r \quad (6)$$

Si $I_r < 1$ las tasas de interés locales que preservan la sostenibilidad de la política de esterilización puede ser superiores a $e + r$ y tanto mas altas cuanto menor sea el cociente I_r . Como fue

expresado arriba, las operaciones del BC determinan en cada momento la tasa de interés local y el tipo de cambio.

La tasa de interés local máxima que mantiene la sostenibilidad de la política de esterilización es:

$$i_{max} = (r + e) / I r$$

Consecuentemente, el grado de autonomía monetaria es:

$$g = i_{max} - (r + e) = (r + e)(1 - I_R) / I_R$$

El grado de autonomía monetaria, esto es, la diferencia entre la tasa local máxima sostenible y $r + e$ queda así expresado como proporción de $r + e$. El grado de autonomía es mayor cuanto menor es I_R .

De acuerdo a Frenkel, la condición de permanencia del grado de autonomía monetaria es:

$$d(L/R E) = dl_R \leq 0 \quad (9)$$

Si las variables monetarias y del mercado de cambios satisfacen la condición (9) esto implica que la tasa de interés máxima sostenible y el grado de autonomía tienden a permanecer estables o aumentar. Si la condición (9) no se verifica implica que la tasa de interés máxima sostenible y el grado de autonomía tienden a permanecer estables o aumentar. Si la condición (9) no se verifica, el grado de autonomía tiende a permanecer estables o aumentar. Si la condición (9) no se verifica, el grado de autonomía tiende a reducirse. Procedemos a expresar la condición de en función a las variables monetarias y del mercado de cambios.

De (9) tenemos:

$$d(L/R E) = [dL E - L d(R E)] / [(R E)]^2 \leq 0 \quad (10)$$

Teniendo en cuenta que $dL = dP - dB$ y reemplazando en (10) por (1), (2) y (3) se obtiene:

$$C E + i L - B \leq (p + y) - L (C/R + r + e) \leq 0$$

Reagrupando términos, el flujo de compras de moneda extranjera del BC es:

$$C/(L/E) - C/R \leq r + e - i + (B/L) \leq (p + y)$$

Teniendo en cuenta que $l_R = (L/E)/R$ y reagrupando se obtiene:

$$C/R \leq [l_R / (1 - lR)] \{ (B/L) \leq (p + y) - [i - (r + e)] \} \quad (11)$$

Dada la tasa de interés y la trayectoria del tipo de cambio, determinadas ambas por BC, éste no tiene control sobre el exceso de oferta de moneda internacional en el mercado de cambios. La permanencia del grado de autonomía se verifica si las mencionadas variables satisfacen la condición (11). En esta expresión la condición de permanencia está formulada por una restricción sobre el flujo de moneda extranjera que compra el BC, como proporción del stock de reservas internacionales. Para que la condición de sostenibilidad permanezca estable o aumente el grado de autonomía monetaria, el cociente C/R no debe ser mayor que el miembro derecho de (11). Un flujo de compra mayor implica que el grado de autonomía tiende a reducirse.

El lado derecho de la expresión (11) incluye todas las variables de la estructura y dinámica monetaria de la economía. La restricción depende positivamente de l_R , del cociente entre los stocks de base monetaria y pasivos remunerados y de la tasa de crecimiento de la demanda de base. Esto es, cuanto mayor son las mencionadas variables, mayores pueden ser las compras del BC en el mercado de cambios sin afectar la permanencia de la condición de sostenibilidad. Por otro lado, la restricción depende negativamente de la diferencia entre la tasa de interés local vigente y $r + e$.

Según Lunnisi, C (2003), para entender cómo funcionan las intervenciones el mercado cambiario, el útil considerar el balance típico de un Banco Central se puede expresar de la siguiente manera:

Activo	Pasivo
Activos Externos Netos Adelanto del Gobierno Central (títulos Públicos). Redescuentos	Base monetaria Otros Pasivos Patrimonio Neto

El activo está compuesto por: a) los activos externos netos expresados en moneda nacional (AEN) representados por las reservas de oro y divisas en poder del Banco Central y b) por el crédito doméstico o interno (CD) constituido por los adelantos al Gobierno Central y/o los títulos públicos que posee la autoridad monetaria en cartera expresado en moneda nacional (DG) y los préstamos a las Entidades Financieras en forma de adelantos y/o redescuentos (DF).

El pasivo está constituido por: a) la Base Monetaria (H) definida como la circulación monetaria o circulante (C) más los requerimientos de reservas de los Bancos depositados en el Banco Central (R) y, b) Otros Pasivos (OP) como por ejemplo. Las letras emitidas por el Banco Central. El Patrimonio Neto es denotado por (PN).

El Balance del Banco Central puede ser expresado en términos nominales en moneda nacional como sigue:

$$AEN^{BC} + DG + DF = C + R + OP + PN \quad (1)$$

Que sintetizado resulta

$$AEN^{BC} + CD = H + OP + PN \quad (2)$$

Si suponemos, por el momento, $OP=0$ surge que

$$AEN^{BC} + CD = H + PN \quad (3)$$

$$\Delta AEN^{BC} = H + PN - CD \quad (4)$$

$$\Delta AEN^{BC} + \Delta CD = \Delta H \quad (5)$$

Además suponemos, que el Patrimonio Neto no cambia ($\Delta PN = 0$), podemos exponer estas identidades en términos de tasas de variación.

Reemplazando el cambio en la base monetaria por sus componentes resulta

$$\frac{\Delta AEN^{BC} + \Delta CD}{\text{Fuentes de creación}} = \frac{\Delta C + \Delta R}{\text{Uso de la base monetaria}} \quad (6)$$

La creación de dinero se produce cuando el Banco Central incrementa la base monetaria (ΔH):

Intervención en el mercado cambiaria, por la compra de oro y/o divisas que produce un aumento en el stock de Activos Externos (ΔAEN^{BC}), para defender el tipo de cambio y/o situar las reservas en un nivel deseado.

Aumento en el stock de crédito interno (ΔCD) a través de: a) la compra de Títulos Públicos por intermedio de operaciones de mercado abierto (ΔDG), b) adelantos otorgados por el Banco Central al Gobierno (ΔDG) y, c) redescuentos o adelantos otorgados al Sistema Financiero (ΔDF).

Otro instrumento que permite incrementar la base monetaria a través del sistema financiero son las operaciones de pases activos. Cuando el sistema financiero tiene títulos públicos en sus activos puede obtener liquidez adicional del Banco Central a través de las operaciones de pase.

La absorción primaria de dinero se produce cuando el Banco Central realiza operaciones que reducen la Base Monetaria (H), por ejemplo:

Intervención no esterilizada en el mercado cambiario mediante la venta de oro y/o divisas. En este caso el Banco Central vende divisas (reduce su activo) debido, por ejemplo, al incremento en la demanda de moneda extranjera, reduciéndose en forma equivalente la base monetaria.

Reducción del crédito doméstico o interno (CD) a causa de: a) venta de títulos públicos en el mercado abierto o cancelación de los Adelantos por parte del Gobierno Central y b) cancelación de los redescuentos o adelantos por parte del Sistema Financiero (DF). En todas estas operaciones hay una reducción del activo con la consecuente reducción en la base monetaria (C+R).

Colocación de letras por parte del Banco Central: Esta forma de absorción consiste en la colocación de letras con diferentes plazos de vencimiento a cambio de una contracción en la base monetaria.

Retomando la ecuación (5), y expresando de la siguiente manera:

$$\Delta AEN^{BC} = \Delta H - \Delta CD \quad (7)$$

En esta ecuación se muestra que la variación en las reservas netas del Banco Central es igual al exceso de creación de base sobre el crédito interno. Si la creación del crédito interno supera al crecimiento en el dinero primario el Banco Central experimenta un déficit. Por lo tanto para evitar este déficit, la autoridad monetaria debe mantener la creación del dinero de acuerdo con la creación primaria. Una venta de divisas reduce automáticamente el stock primario de dinero disponible, mientras que la compra la aumentara. Este punto es importante porque indica la existencia de un proceso de ajuste automático para ajustar el equilibrio externo.

La intervención esterilizada se produce cuando el Banco Central realiza operaciones de igual magnitud, pero de signo contrario, en el mercado de divisas y el mercado nacional para neutralizar el impacto de sus transacciones exteriores sobre la oferta monetaria nacional. Cuando un Banco Central esteriliza su intervención en el mercado de divisas, las transacciones que realiza deja inalterada la oferta monetaria. Es decir, la intervención esterilizada es una combinación de dos transacciones llevadas a cabo por la autoridad monetaria. Primero el Banco Central realiza una intervención no esterilizada comprando, moneda extranjera con moneda nacional.

Luego, el Banco Central esteriliza el efecto sobre la base monetaria vendiendo la cantidad equivalente de bonos en moneda nacional para compensar el incremento inicial en el dinero primario. El efecto neto de estas dos operaciones es un cambio de bonos en moneda nacional por moneda extranjera (activos externos netos), sin cambios en la base monetaria.

La reducción en el crédito doméstico puede tomar la forma de esterilización definida de dos maneras:

Esterilización restringida, es la compensación de los flujos de reservas de tal manera que la base monetaria queda inalterada, por ejemplo a través de la venta de bonos domésticos.

Esterilización ampliada, es la compensación de los flujos de reservas dejando la oferta monetaria inalterada, por ejemplo, a través de incrementos en los requisitos de reservas colocados en los bancos comerciales.

La esterilización permite romper el proceso de ajuste automático surgido de la ecuación (7) y se deduce que si el Banco Central compensa la variación de los activos externos netos con cambios en el crédito interno, el dinero primario puede mantenerse constante aun con una variación en las reservas. Ello significa que un país con déficit el Banco Central venderá divisas,

reduciendo el dinero primario interno; el paso siguiente consiste en llevar a cabo una operación expansionista del mercado abierto o aumento en el crédito interno que lleve el stock monetario a su nivel inicial. El efecto, es un stock monetario que no ha variado, un nivel menor de activos externos netos y un aumento en el crédito interno o en el nivel de préstamo del Banco Central. Esta política de esterilización suele predominar en aquellos países que desarrollan políticas monetarias basadas en el tipo de interés o en el stock monetario.

Para una pequeña economía abierta, cuando existe movilidad perfecta de capitales, los tipos de cambio fijo se caracterizan por la endogeneidad de la oferta monetaria. Esto implica que el Banco Central no tiene margen para efectuar política monetaria. Supongamos que el Banco Central realiza una operación de mercado abierto, que provoca una reducción de la tasa de interés doméstica con respecto a la internacional ocasionando una salida de capitales y generando una presión devaluatoria sobre el tipo de cambio. El Banco Central intervendría vendiendo activos externos a cambios de moneda nacional, ahora, reduciendo la base monetaria. De esta manera existe una compensación del efecto de la política monetaria (H) queda determinada por las decisiones del público.

Un indicador que trata de medir este efecto es el coeficiente de compensación definida como la fijación de la expansión del crédito doméstico revertido por la reducción en las reservas internacionales (activos externos) en el mismo trimestre. Cuando los activos son sustitutos perfectos, la compensación es completa. Es decir el coeficiente de compensación es menos uno, reflejando que una expansión del crédito doméstico es compensada por la contracción de la base monetaria por venta de activos externos en el mismo monto. En cambio, cuando hay sustituibilidad imperfecta entre los activos domésticos y los extranjeros, el Banco Central puede afectar la base monetaria a través de las operaciones abiertas.

En resumen, en una pequeña economía abierta bajo un régimen del tipo de cambio fijo y alta movilidad de capitales, un intento de expandir la oferta monetaria a través de la expansión del crédito doméstico conduce a una reducción compensatoria en las reservas extranjeras. Además, si existe sustituibilidad perfecta la oferta monetaria es endógena y el coeficiente de compensación será igual a menos uno.

Según Lunnise, en un régimen cambiario de flotación, el tipo de cambio es una variable endógena que resulta determinada por la oferta y la demanda de moneda extranjera. Es decir, no hay intervención del banco de Reserva en el mercado cambiario. En cambio, la oferta monetaria es exógena. La no intervención de las autoridades monetarias significa que los activos externos no varían y el déficit en cuenta corriente será equivalente a las entradas de capitales privados y oficiales. Se rompe la relación entre la oferta monetaria y la balanza de pagos y el Banco Central recupera el control sobre la oferta monetaria.

De acuerdo a Lunnise, En un sistema de flotación sucia o intervenida la oferta monetaria es exógena y por tanto, el Banco Central tiene cierto control sobre ella. Sin embargo, con este sistema la política monetaria se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio. El Banco Central se enfrenta a la elección entre objetivos internos, como el pleno empleo o la tasa de inflación, y la estabilidad del tipo de cambio.

Cuando existe sustituibilidad perfecta de los activos la esterilización no resulta una política eficaz con tipo de cambio fijo. La ineficacia de la política monetaria bajo este arreglo cambiario implica que la esterilización fracasa. La característica más importante de esta conclusión se basa en el supuesto de que el mercado de activos se encuentra en equilibrio solo cuando los retornos esperados de los bonos en moneda nacional y extranjera son iguales. Es decir, los activos son sustitutos perfectos. Dos activos sustitutos perfectos cuando los agentes

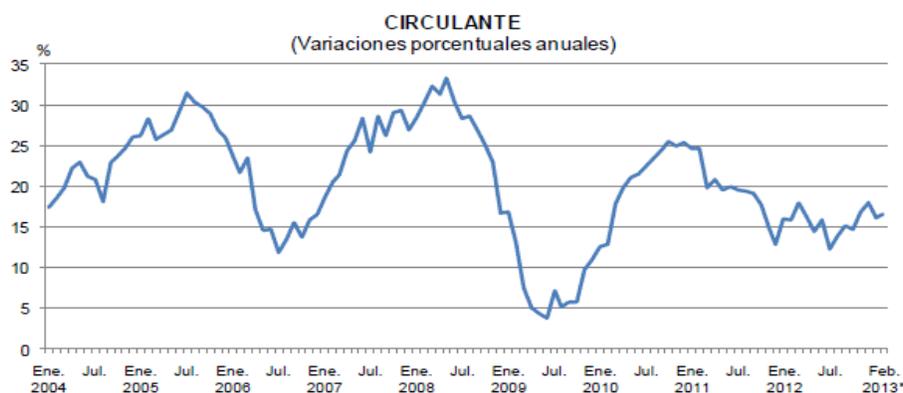
económicos son indiferentes a como reparten estos dos activos en su cartera de valores, puesto que ambos ofrecen la misma rentabilidad esperada.

La sustituibilidad imperfecta de activos existe cuando resulta posible que la rentabilidad esperada de los activos sea diferente. Es decir, cuando los bonos y las acciones son sustitutos imperfectos, el equilibrio en el mercado de divisas requiere que el tipo de interés nacional sea igual a la rentabilidad esperada de los bonos extranjeros, expresados en moneda nacional más una prima de riesgo, que refleje la diferencia de riesgo entre los dos tipos de activos.

Con sustituibilidad imperfecta y bajo un sistema de flotación intervenida, una compra esterilizada de activos extranjeros no afecta la oferta monetaria, pero aumenta la rentabilidad ajustada por la prima de riesgo que deben ofrecer los depósitos en moneda nacional para mantener el equilibrio depreciando la moneda nacional. En cambio, las ventas esterilizadas de divisas hacen que la moneda nacional se aprecie.

De acuerdo al BCRP (2013), entre el 30 de enero y el 5 de febrero del 2013, el Banco Central realizó las siguientes operaciones monetarias: i) subasta de CDBCRP por S/. 150 millones promedio diario a plazos de 158 a 366 días a una tasa promedio de 3,79 por ciento, con lo que alcanzó un saldo de S/. 22 905 millones; ii) subasta de depósitos a plazo en moneda nacional por S/. 10 837 millones promedio diario a plazo de 1 día a una tasa promedio de 4,15 por ciento, con lo que alcanzó un saldo de S/. 8 000 millones; iii) operaciones cambiarias en la Mesa de Negociaciones por US\$ 430 millones; iv) ventas al Tesoro Público por US\$ 300 millones, y v) depósitos overnight en moneda nacional por S/. 298 millones promedio diario.

Del 29 de enero al 5 de febrero de 2013 el circulante aumentó en S/. 364 millones. La tasa de crecimiento del circulante en los últimos doce meses fue de 16,5 por ciento, alcanzando un saldo de S/. 31 331 millones.



* Al día 5.

OPERACIONES DEL BCRP

(Millones de nuevos soles)

	SALDOS			FLUJOS		
	31-Dic-11	31-Ene-13	5-Feb-13	2012*	Feb-13*	Del 29/01 al 05/02
I. POSICIÓN DE CAMBIO	89 910	122 725	123 429	4 530	702	465
(Millones de US\$)	33 300	47 568	47 841	1 777	273	180
1. Operaciones cambiarias				1 702	320	40
a. Operaciones en la Mesa de Negociación				2 200	420	440
b. Sector público				-500	-100	-400
c. CDLD BCRP				0	0	0
d. Otras operaciones cambiarias				2	0	0
2. Resto de operaciones				76	-47	140
II. ACTIVO INTERNO NETO	-62 663	-91 770	-92 098	-5 443	-326	-101
1. Esterilización monetaria	-30 592	-57 453	-58 217	-6 650	-765	-2 022
a. Certificados y depósitos a plazo	-17 217	-36 762	-30 905	-852	5 858	6 405
CD BCRP	-13 580	-22 455	-22 905	-2 100	-450	-950
CDV BCRP	0	0	0	0	0	0
CDR BCRP	0	0	0	0	0	0
CDLD BCRP	0	0	0	0	0	0
Depósito a Plazo	-3 637	-14 308	-8 000	1 248	6 308	7 355
b. Encaje en moneda nacional	-12 720	-19 900	-26 754	-6 263	-6 854	-8 475
c. Otras operaciones monetarias	-655	-790	-559	465	231	48
2. Esterilización fiscal	-31 940	-39 151	-38 886	1 053	265	2 192
3. Otros	-130	4 833	5 005	154	173	-271
III. CIRCULANTE **	27 247	30 955	31 331	-913	376	364
(Variación mensual)	9,2%	-4,0%	1,2%			
(Variación acumulada)	12,9%	-4,0%	-2,8%			
(Variación últimos 12 meses)	12,9%	16,2%	16,5%			

* Acumulado al 5 de febrero de 2013.

** Datos preliminares.

De acuerdo al BBVA (2013), para absorber el exceso de expansión de la liquidez que inducen las compras significativas de moneda extranjera, el BCRP emite instrumentos de esterilización monetaria. Por estos debe pagar una tasa de interés, la que es superior al rendimiento que invierte en el exterior en activos de alta calificación crediticia y muy líquidos (activos internacionales de reserva). El diferencial entre las tasas que el BCRP paga y aquellas con las que se remuneran los activos de reserva se ve amplificado en una coyuntura como la actual en el que las tasas de interés internacionales se ubican en mínimos. Así, a mayores compras de dólares, mayor es el monto a esterilizar y mayor es el costo financiero.

En este contexto, en 2011 el Banco Central registro pérdidas por S/. 203 millones (Grafico 1), el primer resultado deficitario desde 1994 cuando la entidad monetaria se encontraba en proceso de reestructuración y saneamiento patrimonial. En 2012, año en el que se registró un monto record de compra de dólares en el mercado cambiario por casi USD 14 mil millones (casi tres veces mayor al del año 2011), las pérdidas superarán los S/. 1 100 millones. Este resultado negativo consumirá alrededor del 60% de la reserva patrimonial del BCRP, definida como la suma de la reserva legal y reserva especial estatutaria (Grafico 2). De acuerdo con la Ley Orgánica del Banco Central, si su reserva legal no es suficiente para asumir las pérdidas, el Tesoro debe recapitalizar la institución mediante la entrega de bonos, lo que debe hacerse dentro de un plazo de 30 días luego de aprobado el balance del Banco. Cabe señalar que, eventualmente, la reserva legal puede aumentarse con lo acumulado en la reserva estatutaria, lo que incrementa la capacidad del BCRP para absorber pérdidas.

Gráfico 1

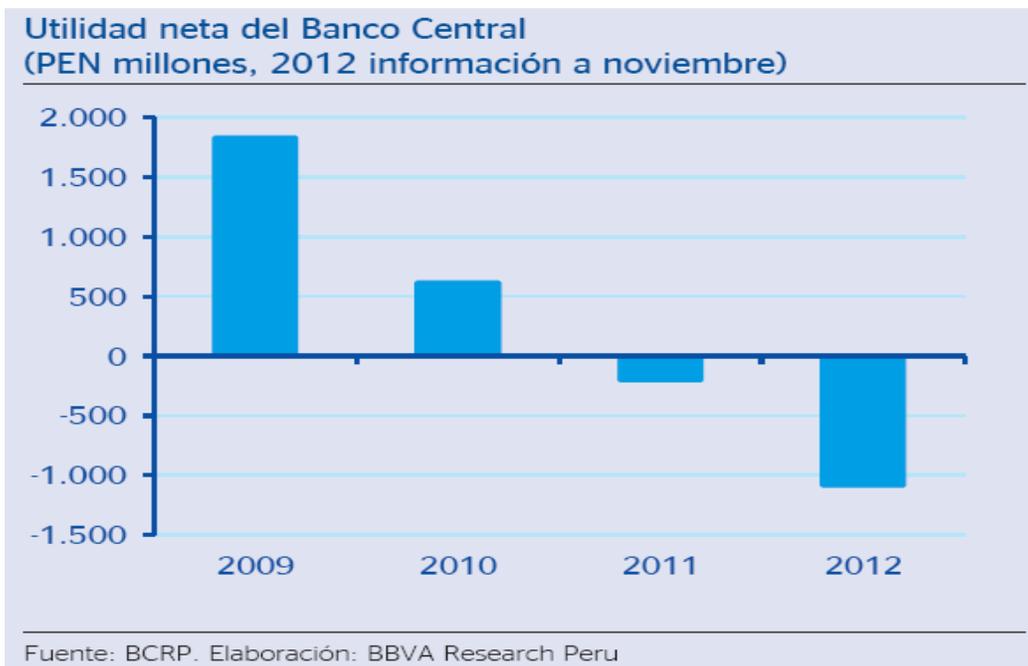
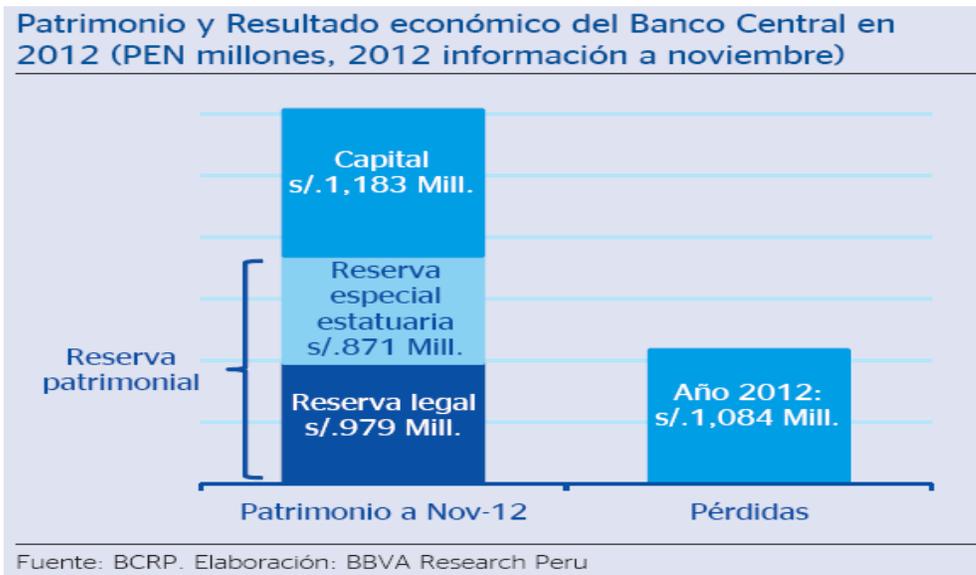


Gráfico 2



En 2013, si el BCRP mantiene el ritmo de compras de dólares que hemos visto en las primeras seis semanas del año, el costo financiero de esterilizar los excedentes monetarios que

estas intervenciones cambiarias generará nuevamente un impacto negativo sobre el resultado de la entidad. En este contexto, las autoridades han venido implementando o anunciando una serie de medidas que ayudarán a cortar este efecto. Por ejemplo, desde hace algún tiempo el BCRP paga una tasa menor (en relación a la de sus otros pasivos remunerados) por los depósitos que el Tesoro mantiene en la institución. Por el lado del Ministerio de Economía y Finanzas, el anuncio de compras de dólares para prepagar la deuda pública externa apunta en la misma línea ya que una parte de la operación se financiaría con la colocación de bonos soberanos (el tesoro realiza la labor de “esterilización” en lugar del BCRP) y la otra con los depósitos que mantiene en el Banco Central (el BCRP tendrá menos pasivos que remunerar). De esta forma, el Tesoro asume parte del esfuerzo financiero que implica las intervenciones cambiarias, que en realidad podrían considerarse operaciones de carácter cuasi-fiscal.

Es importante recalcar que las acciones del Banco Central no siguen una lógica de rentabilidad financiera, sino de estabilidad macroeconómica. Estas pérdidas grafican claramente el esfuerzo que está haciendo el BCRP para evitar los efectos perniciosos que puedan generar las entradas masivas de capitales, una externalidad negativa que es consecuencia estructural, lo que ha llevado a implementar políticas monetarias ultra expansivas con impactos globales.

En este contexto, no descartamos que las autoridades económicas sigan implementando acciones complementarias para atenuar el ritmo de apreciación de la moneda, lo que además aliviaría el costo financiero en el que está incurriendo el BCRP. Así, por el lado del Banco Central, es probable que el límite operativo a las inversiones de las AFP en el exterior siga incrementándose, lo que favorecerá a la salida de dólares de la economía. También, la autoridad podría continuar elevando los requerimientos de encaje en moneda extranjera, lo que induce una

mayor demanda por dólares de la banca para cumplir con las mayores exigencias de depósitos en el Banco Central.

Por el lado del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), se ha anunciado que se compraran durante el año USD 4 mil millones para distintos fines, la mitad de ese monto para pagar anticipadamente parte de la deuda externa. Esta medida no le da un soporte directo al tipo de cambio porque el Gobierno no compra los dólares en el mercado, sino que es el Banco Central el que se los vende. Por lo tanto, la posición acreedora del país con el resto del mundo no cambia. Sin embargo, como el fisco usara sus depósitos remunerados que mantiene con el BCRP para comprar esos dólares, alivia el esfuerzo financiero del Banco Central y le otorga a este espacio adicional para seguir realizando compras esterilizadas de moneda extranjera en el mercado cambiario. Adicionalmente, el MEF podría incrementar la retención que deben realizar las empresas locales sobre los intereses que deben pagar por préstamos tomados directamente en el exterior (bajo el concepto de renta generada en el país).

Finalmente, el gobierno podría considerar la aplicación de algún tipo de control de capitales. Es importante señalar que este sería un instrumento de última instancia, que no es un sustituto a otras medidas de política macroeconómica como un ajuste de la política fiscal o una mayor flexibilización cambiaria. Asimismo, se debe tener en cuenta que su eventual implementación puede generar pérdidas de bienestar para las personas o entidades con acceso limitado al crédito (lo que altera las decisiones de consumo y ahorro), por lo que es necesario tener en claro el tipo de distorsión que se debe subsanar. Además, es importante considerar que, por lo general, la aplicación de estos controles solo tiene efectos transitorios ya que finalmente se encuentran formas de elusión. Un último aspecto que debe evaluarse es que su aplicación puede generar una desaceleración no deseada del crecimiento.

Referencias

- Agencia de Promoción de la Inversión (2003, mayo). *Resumen ejecutivo La Oroya*. En libro blanco privatización metaloroya S.A. (pp. 6-68)
- Badaracco, J. (2010, noviembre). *La evasión de impuestos*. En Relación Empresa Sociedad a Nivel Supra Organizacional. (pp. 1-15)
- BBVA, Research (2013). *Situación Perú. Primer Trimestre. Análisis Económico*. Lima.
Recuperado de http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/Situacion_Peru_1T13_tcm346-374867.pdf?ts=1342013
- BCRP (2013). *Nota Semanal No 6 del 8 de febrero del 2013*. Lima.
Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Nota-Semanal/2013/ns-06-2013.pdf>
- Frenkel, R. (2007). *La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria*. En Revista de la Cepal 93, Argentina. Recuperado de http://www.cepal.cl/de/agenda/1/43191/Jorge_Estrella_-_Respuestas_de_Pol%C3%ADtica_Monetarioa_frente_a_influjos_de_capital.pdf
- Lunnise, C. (2003). *El Banco Central y la política de esterilización: Una introducción teórica*. En Invenio, Argentina (pp 107-118). Recuperado de <http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura7.pdf>