



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

Economía

Facultad de Economía y Finanzas

**EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA E
INTERVENCIÓN CAMBIARIA EN LA ECONOMÍA
ARGENTINA Y PERUANA**

**Trabajo de Suficiencia Profesional
presentado para optar al Título Profesional de
Licenciado en Economía**

**Presentado por
Eduardo José Mello González
Héctor Daniel Rodríguez Crisanto**

Lima, febrero 2024



REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO
FACULTAD DE ECONOMÍA Y FINANZAS

A través del presente, la Facultad de Economía y Finanzas deja constancia de que el Trabajo de Suficiencia Profesional titulado “Evolución de la política monetaria e intervención cambiaria en la economía argentina y peruana” presentado por EDUARDO JOSE MELLO GONZALES, identificada con DNI N° 70919835, y HECTOR DANIEL RODRIGUEZ CRISANTO, identificado con DNI N° 72699983, para optar al Título Profesional de Licenciado en Economía, fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 29 de febrero de 2024. El siguiente fue el resultado obtenido:

Mello, Eduardo_Rodríguez, Héctor_Trabajo de suficiencia profesional_Economía_2024.pdf

INFORME DE ORIGINALIDAD



FUENTES PRIMARIAS

1	www.bcrp.gob.pe Fuente de Internet	1%
2	doku.pub Fuente de Internet	1%
3	epdf.pub Fuente de Internet	1%
4	vocesporlalibertad.wordpress.com Fuente de Internet	1%

De acuerdo con la política vigente, el porcentaje obtenido de similitud con otras fuentes se encuentra dentro de los márgenes permitidos.

Se emite el presente documento para los fines estipulados en el Reglamento de Grados y Títulos de la Facultad de Economía y Finanzas.

Lima, 9 de abril de 2024

Juan Francisco Castro
Decano
Facultad de Economía y Finanzas

RESUMEN

El presente trabajo pretende explorar el efecto de la política monetaria e intervención cambiaria, así como sus principales componentes, características y hechos estilizados, en los países de Argentina y Perú. De esta forma, analizándola evolución de las políticas de los últimos 30 años, se busca explorar el accionar de los Bancos Centrales respecto a los principales canales y variables en la determinación del precio del dólar, su participación en el mercado cambiario, y el comportamiento de las tasas de interés y de encaje. La amplitud del periodo analizado permitirá contar con escenarios de estabilidad, de crecimiento y de crisis financieras. Esta variabilidad en las condiciones macroeconómicas permitirá analizar, en menor medida, la condiciones en las cuales cada banco central se desempeñó en las políticas monetarias y cambiarias. Asimismo, se buscará demostrar que las políticas de cada país regulan el tipo de cambio en base a las diferentes metas de crecimiento que tiene cada banco central y los instrumentos utilizados no se aplican de igual medida.

ABSTRACT

The present work aims to explore the effect of monetary policy and exchange intervention, as well as its main components, characteristics and stylized facts, in the countries of Argentina and Peru. In this way, analyzing the evolution of the policies of the last 30 years, we seek to explore the actions of the Central Banks with respect to the main channels and variables in determining the price of the dollar, their participation in the exchange market, and the behavior of interest rates and reserve requirements. The length of the period analyzed will allow for scenarios of stability, growth and financial crises. This variability in macroeconomic conditions will allow us to analyze, to a lesser extent, the conditions under which each central bank carried out monetary and exchange rate policies. Likewise, it will seek to demonstrate that the policies of each country regulate the exchange rate based on the different growth goals that each central bank has and the instruments used are not applied to the same extent.

ÍNDICE

RESUMEN	2
ÍNDICE DE ANEXOS	4
INTRODUCCIÓN.....	5
CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO	8
1. Adopción de regímenes de metas de inflación:	8
2. Regímenes cambiarios	9
3. Relación de política monetaria y régimen cambiario:	10
4. Mecanismo de transmisión de la política monetaria	12
5. Regla del Trilema Monetario:	13
CAPÍTULO II: EVIDENCIA EMPÍRICA.....	14
1. Adopción de metas de inflación (pre-estabilización)	14
2. Estabilización y crecimiento:	16
3. Política monetaria post crisis financiera.....	17
CAPÍTULO III: Conclusiones.....	21
Bibliografía.....	22
ANEXOS	26

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1. Latinoamérica: Depreciación y apreciación del tipo de cambio, (moneda local / dólar estadounidense)	26
Anexo 2. Tipo de Cambio Nominal entre Perú y Argentina.....	26
Anexo 3. Clasificación de regímenes cambiarios.....	27
Anexo 4. Nivel de inflación a un año de Argentina y Perú después de dos años de adquirir su régimen cambiario.....	27
Anexo 5. Evolución del Índice de Precios al Consumidor	28
Anexo 6. Masa monetaria en moneda local.....	28

INTRODUCCIÓN

En los últimos tiempos, se ha observado cómo el rol de la política monetaria sobre el tipo de cambio esperado ha tomado más relevancia, a fin de reducir su volatilidad y limitar el riesgo por liquidez en moneda extranjera. Especialmente en los países latinoamericanos, donde existe un alto grado de dolarización, hay mayor exposición ante fluctuaciones de capitales. Los bancos centrales de cada país utilizan la política monetaria con el fin de fijar ciertos objetivos que estén en línea con las características de cada economía. Respecto a la intervención cambiaria, los argumentos para emplearla van desde amortiguar los fenómenos de corto plazo, que puedan generar presión sobre las divisas, corregir desalineamientos, buscar acumular reservas internacionales, y limitar impactos por hoja de balance al implementar alguna banda o nivel del tipo de cambio. (Ramayoni, 2003)

Las políticas monetarias, que han conllevado al Perú a ser uno de los países con una de las monedas más fuertes, se basaron en un arduo proceso de aprendizaje, innovación y adaptación del manejo de riesgos. Como se puede ver en el anexo (1), el nuevo sol se ha mantenido estable en los últimos años respecto a los países de Latinoamérica. Recordemos que el Perú cambió de tener un régimen de control de agregados (1990 - 2001) a un régimen con reglas explícitas de inflación; esto implica el uso de las tasas de interés interbancarias como instrumento operativo. Asimismo, al ser una economía parcialmente dolarizada está expuesta en mayor medida a los choques externos; es por eso por lo que se propició el uso de políticas poco ortodoxas para su época, tales como la aplicación de la tasa de encaje, distinguido por moneda, a fin de mitigar riesgos y el efecto en la hoja de balance y la intervención cambiaria a través de la compra y venta de dólares, lo que a su vez incrementa las reservas internacionales. (Quispe, Rossini & Rodríguez, 2013).

El BCRP interviene en el canal de tipo de cambio con reglas dinámicas reduciendo así la probabilidad de especulaciones por parte de los agentes económicos. Por ende, las políticas de intervenciones cambiarias no son anunciadas al mercado en su mayoría e incluyen instrumentos no convencionales que pueden alterar el funcionamiento de cómo se transmite la política monetaria de manera heterodoxa. (Castillo et al., 2011). Es de resaltar que la intervención cambiaria si influye en el tipo de cambio esperado en el caso

peruano, saliendo un poco de lo que predice el modelo teórico de una economía con acceso al mercado internacional; sin embargo, existe una explicación que apela a la movilidad imperfecta de capitales o de activos financieros tanto locales como extranjeros. (Blanchard, DellAriccia & Mauro, 2010). Para entender las políticas que se llevaron a cabo en el Perú es importante diferenciar periodos para medir la posición y el nivel de alcance de la meta de inflación. Así pues, se podrá analizar mejor el comportamiento que presenta la política monetaria en el tipo de cambio esperado y cómo los mecanismos de transmisión influyen en el nivel gradual de las políticas.

Por otro lado, a la par que Perú, Argentina también ha presentado diversos cambios en su política monetaria y cambiaria en las últimas dos décadas. En primer lugar, cabe resaltar que el periodo de análisis comienza con el fin del régimen de convertibilidad, el cual estuvo en vigencia entre los años 1991 y 2001. Este se caracterizó por mantener un tipo de cambio fijado 1-1 respecto al dólar. A partir del 2002, Argentina comenzó a aplicar una política monetaria autónoma, con un tipo de cambio flexible y aplicando un control de capitales. Como se puede observar en el anexo (2), el tipo de cambio argentino permaneció en un nivel estable hasta el 2012. Sin embargo, a partir de este año, el peso argentino inició en un periodo de depreciación acelerada, pasando de un valor de 4.54 por dólar en 2012, a 130.62 en 2022. La principal causa de esta subida desproporcionada es el uso de la emisión monetaria como principal financiamiento de la política fiscal. Asimismo, este mecanismo genera elevadas tasas de inflación.

El Banco Central argentino ha ido cambiando sus objetivos y mecanismos de operación. Al finalizar el período de convertibilidad, Argentina optó por buscar un Tipo de Cambio Real Competitivo y Estable (TCRE) como principal objetivo de la política monetaria y cambiaria. Para ello, optó por un mecanismo de control de precios y de entrada y salida de capitales. Asimismo, empezó a emitir instrumentos de deuda, como las letras del banco central (LEBAC), con unas tasas de interés atractivas, a fin de incrementar la preferencia por activos locales. Sin embargo, con el paso del tiempo, la estabilidad de precios también se tornó un tema de suma importancia, pues las expectativas inflacionarias, junto con la credibilidad de lo estipulado por el Banco Central, estaban empeorando. Esta situación, junto con un gobierno que financia sus programas fiscales principalmente con emisión monetaria, conlleva en una situación de elevada inflación y un tipo de cambio inestable. De igual manera, la situación propia de la organización política argentina conlleva en un

manejo ineficaz de su política monetaria y cambiaria. Debido a ello, estas últimas deberían ser siempre situacionales.

El presente trabajo buscará describir los cambios de políticas monetarias y cambiarias empleadas en Argentina y Perú, así como el accionar de los bancos centrales y su evolución frente a nuevas situaciones macroeconómicas. Esto con el fin de poder comparar cómo las políticas monetarias impactan en la inflación, tipo de cambio y crecimiento económico teniendo en consideración la situación económica de cada país.

CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO

En la presente sección se realizará una revisión teórica de la relación de los regímenes económicos y cambiarios con la política monetaria y sus implicaciones en la inflación, tipo de cambio y tasa de interés.

1. Adopción de regímenes de metas de inflación:

Los efectos que presentan las políticas monetarias sobre cualquier economía dependen transversalmente de los objetivos y metas que estén marcadas por la situación macroeconómica.

En los últimos años, los bancos centrales han adoptado metas basadas en controlar la inflación utilizando como principal instrumento la tasa de interés interbancaria. De forma intuitiva, cuando la inflación supera el rango establecido, la tasa de interés debería aumentar en un mayor nivel; asimismo, si la inflación disminuye por debajo del rango meta, la tasa de interés tendría que decrecer en mayor nivel. (Blanchard & Gali, 2007). Sin embargo, en una economía abierta, como lo son Argentina y Perú, mantener los niveles de inflación en un rango meta se complican por la existencia de fluctuaciones cambiarias, por lo cual el alcance de las intervenciones de los bancos depende también del régimen cambiario que se establece en el país.

Las políticas monetarias que utilicen los bancos tendrán mayor o menor impacto dependiendo del régimen de metas y régimen cambiario. Los objetivos macroeconómicos en una economía abierta son los siguientes: inflación reducida; pleno empleo; y un importe sostenible de la cuenta corriente en la balanza de pagos. (Pilbeam, 2013). Los bancos de los países de Latinoamérica hacen sus operaciones en un contexto de mayor volatilidad externa e interna; y las acciones que toman se ven limitadas también por el nivel de credibilidad de los bancos. A mediados de 1990, algunos países como Argentina y Perú, más allá del crecimiento económico, se preocuparon por mantener un nivel de inflación meta. Como principal herramienta bajo este régimen se toma la tasa de interés de corto plazo considerando las tendencias de la actividad económica y las fluctuaciones del tipo de cambio. (BID, 2010).

2. Regímenes cambiarios:

Es importante entender la conexión entre la inflación y el tipo de cambio, pues en base a ello, los bancos utilizarán diferentes instrumentos para limitar el riesgo por volatilidad del tipo de cambio.

Cuando hablamos de los regímenes cambiarios (Vega & Lahura, 2013) lo agrupan de la siguiente manera: régimen cambiario fijo, el cual incluye “abandono de la moneda propia”, “Junta de convertibilidad” y el tipo de cambio ortodoxo; régimen de tipo flexible (flotante) conformado por flotación independiente o flotación controlada; y finalmente, régimen intermedio. (ver Anexo 3). Especialmente para economía dolarizadas como las que se estudian en este trabajo, los choques externos que desprecien o aprecian la moneda deben ser contenidos constantemente por el banco central. (Calvo & Reinhart; 2002) comentan que con un sistema financiero muy dolarizado hay mayor riesgo de que los bancos quiebren ante posibles efectos inflacionarios por depreciaciones.

Respecto a los regímenes cambiarios se puede ver que depende mucho del contexto macroeconómico en el que está un país. En el anexo 4, se puede ver como fue el desarrollo de la inflación con la adopción del régimen cambiario fijo (Junta de convertibilidad) y flexible en Argentina y Perú respectivamente como parte de sus planes para la estabilización en 1991. La utilización de un régimen cambiario fijo utilizando en Argentina redujo la inflación mucho más rápido que en el Perú en los primeros 24 meses del programa; sin embargo, al continuar el periodo de análisis, vemos que en el Perú hubo una mayor estabilización de inflación desde que se empezó a utilizar un tipo de cambio con mayor flexibilidad.

Por ende, para un mayor control monetario, Vega y Lahura (2013) argumentan que ante un régimen de objetivos explícitos de inflación se debe utilizar un régimen de tipo de cambio flotante. Sin embargo, según Ghosh (2003), la inflación bajo un tipo de cambio fijo, en una economía en desarrollo tiende a ser menor y más controlada. Asimismo, Bleaney & Francisco (2007) encontraron evidencia que, en países emergentes, el crecimiento y la inflación son mayores con un régimen tipo de cambio con flotación a uno de tipo de cambio fijo.

3. Relación de política monetaria y régimen cambiario:

Bajo el régimen cambiario por el cual se opte, las políticas monetarias serán más o menos eficientes ante diferentes tipos de shock. Bontomasi (2018) describe que ante un shock permanente (afectan a la demanda y oferta de bienes domésticos) un régimen cambiario de flotación es más efectivo porque permite que los precios relativos se ajusten sin generar cambios sustanciales en el output doméstico. Por otro lado, ante un shock transitorio (afectan demanda u oferta de dinero) el tipo de cambio fijo contiene al ajuste gradual en el mercado de dinero protegiendo así que los efectos del shock no se trasladen a la demanda agregada local y a la producción; mientras que el tipo de cambio flotante podría solucionar el shock teniendo que utilizar las reservas del país.

Los bancos tienen a su disposición una amalgama de instrumentos convencionales y no convencionales que involucran la compra y venta de activos extranjeros siempre y cuando el objetivo sea amortiguar perturbaciones de tipo de cambio no justificadas por variables fundamentales (Libman, 2018). Por ejemplo; una política expansiva generará que las tasas de interés se reduzcan en el corto plazo, y el tipo de cambio se deprecie, lo que incrementará la demanda por liquidez y tanto la producción como la inflación se verán en aumento. (Calvo et.al. 2019).

Según (Obsfeld & Rogoff; 1995), la aplicación de un tipo de cambio fijo limita a la política monetaria para enfrentar y suavizar choques de la economía, pues estos son menos flexibles para adaptarse ante escenarios cambiantes. Por otro lado, Luna y Lizarazo (2023), mencionan que un país que permite el uso de otra moneda extranjera como moneda oficial de curso, estaría sacrificando un ingreso adicional: el señoreaje. Esto es, las ganancias que obtiene el banco central, de su derecho de emitir la moneda. Asimismo, (Magud, 2010) encontró que a pesar de que los fundamentos económicos de un país y las políticas que la manejan son estables, ante un shock negativo externo afectará la balanza de pagos en mayor medida utilizando un tipo de cambio fijo. Las operaciones que efectúan los bancos centrales en el mercado cambiario suelen ser políticas menos transparentes y predecibles que otro tipo de manejo monetario. Recordemos que los bancos centrales buscan disminuir la volatilidad del tipo de cambio sin enviar señales, mientras que para un tipo de cambio flexible no se comprometen a ningún tipo de cambio esperado; pues esto limitaría la intervención de la política monetaria. (Rodríguez, Rossini & Quispe; 2013).

Como se mencionó, el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria bajo metas de inflación es la tasa interbancaria, pues esta regula la liquidez por préstamos de las operaciones de los bancos. En una economía parcialmente dolarizada existen préstamos tanto en la moneda local como en moneda extranjera; esto puede ocasionar que, ante depreciaciones de la moneda local, los agentes económicos se vean afectados por el desbalance entre pasivos extranjeros y sus activos locales generando así el llamado efecto hoja de balance. La tasa de interés no tiene mucha injerencia sobre los préstamos en moneda extranjera y esto limita su alcance.

Para entender mejor la relación de la tasa de interés y el canal del tipo de cambio es necesario conocer la ecuación de “paridad descubierta de la tasa de interés UIP”. (Romer, 2006). ¹Esta supone que, teniendo movilidad perfecta de capitales, las variaciones futuras del tipo de cambio nominal deberían compensar tanto a la tasa de interés nominal local y extranjera. Un shock contractivo de la política monetaria incrementa la tasa de interés nominal y generará que se liberen activos nacionales a menos que la moneda local termine depreciándose; eso quiere decir que el tipo de cambio tuvo una sobre-reacción al momento que subió la tasa de interés apreciándose para luego depreciarse en el largo plazo (“exchange rate overshooting”). (Krugman & Obstfeld, 2006).

Por otro lado, Montoro y Ortiz, comentan que fundamentos macroeconómicos como la UIP no determinan necesariamente el tipo de cambio en la práctica y más bien las fluctuaciones cambiarias en el corto y mediano plazo se relacionan con los flujos de transacciones entre participantes del mercado. (Montoro & Ortiz, 2013). Asimismo, los canales por los cuales se determina el tipo de cambio son el efecto de equilibrio de cartera y el canal de expectativas estas últimas siendo las más poderosas para estabilizar la economía ante desajustes cambiarios; sin embargo, este canal limita el mecanismo de transmisión monetaria tradicional al reducir su impacto sobre la demanda agregada y los precios. (Montoro & Ortiz, 2020).

¹ La relación del tipo de cambio nominal y la tasa de interés nominal: $i = i^* + \frac{E[e(t)]}{e(t)}$; donde i es la tasa de interés de corto plazo local, i^* es la tasa de interés extranjera, $e(t)$ es la variación futura del tipo de cambio nominal y $E[e(t)]$ es el tipo de cambio nominal.

4. Mecanismo de transmisión de la política monetaria:

Cuando los países manejan de manera integrada tanto la moneda local como los dólares, uno de los sectores donde se transmiten los efectos de la política monetaria y los choques relacionados con el exterior se encuentran en el sistema financiero. Las autoridades monetarias regulan la cantidad de liquidez del canal financiero mediante operaciones monetarias, con el fin de llevar a la tasa de interés a un nivel de referencia establecido.

A partir de la crisis financiera del 2008, los bancos innovaron en nuevos mecanismos no convencionales como la tasa de encaje o compra y venta de activos extranjeros; pues a diferencia de la tasa de interés, estos actúan directamente sobre el flujo de crédito. Estas políticas no convencionales sirven como medidas correctivas y preventivas para controlar choques de flujo de capitales y crediticios y de esta manera se preserva el mecanismo de transmisión tradicional de la política monetaria. (Quispe, Rossini & Rodríguez; 2013). Cuando se habla de intervención cambiaria esta se refiere a la compra y venta de dólares, lo cual permite en cierto grado también incrementar reservas internacionales a parte de regular el efecto por hoja de balance.

Durante la crisis suprimida del 2008, se generó fuerte incertidumbre sobre la liquidez del mercado de capitales, debilitando el alcance de los bancos, limitando así su capacidad para prestar dinero en el corto plazo; esto ocasionó en los mercados alta volatilidad del tipo de cambio. Para las naciones emergentes, la alta entrada de capitales debía ser contenida por programas de esterilización cambiaria para reducir la volatilidad cambiaria. (Contreras, León & Quispe, 2009). Por tanto, las políticas monetarias que se usaron incluyeron incrementar la tasa de interés, excesiva compra en dólares para disminuir la volatilidad en el tipo de cambio; y, asimismo, incrementar la tasa de encaje para controlar los créditos proporcionados por los bancos en dólares. Elevar la tasa de referencia implica que entren capitales por el diferencial de tasas, lo cual a su vez genera la apreciación de la moneda local; por tanto, para no generar mucha volatilidad al alza, los bancos comprarán más dólares. Y por el lado del encaje, esta herramienta ganó fuerza con esta crisis para limitar los préstamos en moneda extranjera, pues caso contrario podría ocasionar un descalce en las cuentas corrientes de los bancos cuando los capitales salieran del país o por riesgo de impago.

5. Regla del Trilema Monetario:

En economías emergentes abiertas al mercado, el hecho de tener movilidad de capitales genera que las políticas monetarias se vean limitadas en algunos casos ante shocks externos; especialmente para un régimen de tipo de cambio fijo, se genera la famosa trinidad imposible. Según este trilema, solo se puede llegar a obtener dos de las tres metas (Control cambiario, Control monetario y Libre entrada y salida de capitales) de los bancos sin afectarse entre ellas; por ejemplo, teniendo libre entrada y salida de capitales, junto con un tipo de cambio fijo, el banco central buscará mantener el tipo de cambio fijo modificando la cantidad de dinero en la economía renunciando así a tener autonomía. Asimismo, Klein y Shambough mencionan que muchas veces, los países evitan soluciones de esquina (elegir 2 componentes de 3), y en su lugar adoptan combinaciones flexibles de instrumentos; por ejemplo, al adoptar un tipo de cambio flotante y administrado, se permite contar con una política monetaria independiente y una apertura financiera, dado el accionar de la autoridad monetaria central en el mercado cambiario. (Klein y Shambough, 2010).

Por otro lado, Dancourt y Mendoza, presentaron un modelo Mundell-Fleming con imperfecta movilidad de capital y un tipo de cambio flotante donde concluyeron que en este caso para no sacrificar uno de los objetivos del trilema era necesario tener suficientes reservas internacionales ante cualquier choque externo. (Mendoza & Dancourt; 2016). Ahora bien, más que el régimen cambiario, la movilidad de capitales parece ser más determinante el momento de mantener la autonomía de los bancos pues como indica Bigio, ya no es necesaria la existencia de restricciones del país sobre la entrada de capitales. Basta con que existan restricciones físicas o naturales que imposibiliten el rápido flujo de capitales para que no se cumpla con el trilema imposible. (Bigio, 2020).

CAPÍTULO II: EVIDENCIA EMPÍRICA:

1. Adopción de metas de inflación (pre-estabilización)

En Argentina, los años noventa estuvieron regidos por el régimen de convertibilidad. Este fue un régimen de tipo de cambio fijo, con paridad 1-1 del peso y el dólar estadounidense. Este periodo se caracterizó por varios desequilibrios macroeconómicos, los cuales conllevaron a una profunda crisis. Entre ellos, resaltan los siguientes: Fuerte déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos; alto endeudamiento; altas primas de riesgo país; déficit fiscal en constante aumento; alto desempleo y el Producto Bruto Interno en declive (Damill, M y Frenkel, R, 2013). Por otro lado, Perú mantenía una tasa alta de inflación que generaba desbalances macroeconómicos obligando a las familias a tener que adquirir dólares. Este proceso de dolarización ponía en riesgo la economía ante cualquier choque externo pues los activos normalmente están en moneda local y el pasivo en dólares, una depreciación obligaría a utilizar parte del patrimonio para compensar el desbalance generado. Calvo y Reinhart (2002).

En Argentina, es posible observar dos subperiodos con claros ciclos económicos. En primer lugar, hubo un crecimiento inicial, en materia de estabilidad de precios, la cual fue acompañada por una expansión del producto, hasta una recesión leve en 1995. Dado el régimen imperante, el sistema era muy dependiente de las condiciones del mercado, pero esta se pudo compensar puesto que se eliminaron numerosas regulaciones en el sector agropecuario, lo que incrementó la producción y las exportaciones. (Tiscornia, C; 2022). Posteriormente, le siguió un periodo de estabilidad y leve crecimiento hasta 1998, luego del cual se incurrió en un período fuertemente recesivo, con una tendencia descendiente de los precios nominales; concluyendo en una crisis final del esquema monetario y cambiario, poniendo fin al régimen de convertibilidad. (Damill, M et. al, 2002)

En el caso argentino, un mecanismo de transmisión que tuvo un papel importante en la dinámica de corto plazo en ese periodo fue el movimiento de capitales, pues estos influyen fuertemente en la tasa de interés, la cantidad de dinero y crédito, y, por ende, en la demanda agregada. (Damill, M et. Al, 2002). En Perú, el banco central empezó a utilizar la tasa de encaje y a comprar certificados de depósitos como instrumentos macros prudenciales para controlar los excesos de liquidez por la intervención cambiaria y los flujos de capitales que entraban a la economía. A comienzos de los 90 's la tasa de encaje para los soles era de 9% mientras que para crédito en dólares era 50%.

Lo sucedido en la crisis financiera de 1998 demostró la exposición de los países de Latinoamérica ante shocks cambiarios pues las economías aún eran muy dolarizadas y el volumen de los créditos en dólares no eran sostenibles. Con la crisis de la deuda pública de Rusia, se produjo un estancamiento en el crédito bancario. Existía un descalce entre los activos en soles y los pasivos en dólares en las cuentas de las empresas y las familias del sector privado, que no les permitían seguir renovando créditos en los bancos.

Las estrategias para controlar estos riesgos se basaron en 3 niveles de liquidez: acumulación de reservas internacionales, elevados requerimientos de liquidez en el sector financiero en moneda extranjera, y una solidez financiera por parte del sector público. Las políticas en el Perú se basaron en reducir la reserva de créditos regulados y la tasa de encaje. Aun así, no fue suficiente porque la dolarización aún era muy fuerte para ser soportado por las reservas, lo cual llevó a que muchos bancos quebraran. Mientras que, en Argentina, el crédito ya era limitado y la crisis no hizo más que acrecentarlo. Esto provocó que el peso argentino se apreciará e incrementó la deuda externa. Dadas las características del régimen de convertibilidad de Argentina, la política monetaria era limitada en su accionar.

2. Estabilización y crecimiento:

Finalizando la década de los noventa, la política monetaria fue uno de los principales mecanismos por el cual se logró la estabilidad económica y financiera. Tanto Perú como Argentina implementaron un régimen de metas de inflación a inicios del 2002. En Perú se mantuvo en un objetivo inicial de 2.5% hasta el 2007 y a partir de este año cambió a una meta de 2%. Si bien a inicio de los 90s Argentina, debido a la desconfianza inicial de las instituciones gubernamentales y en banca, se optó por un ancla cambiaria que redujo la inflación más rápido que en el Perú. (ver Anexo 5). La caída del régimen de convertibilidad en argentina evidenció que en el largo plazo el régimen cambiario adoptado por Perú fue más constante para cumplir con la meta inflacionaria.

El programa de estabilización a finales de los noventa se basó en la adopción de medidas innovadoras y fortalecimiento de instituciones con el fin de reducir la inflación, el riesgo crediticio por la dolarización; y así estabilizar la economía. Por el lado de la inflación, el banco central adoptó el régimen de metas de inflación teniendo en cuenta que para lograr

el objetivo se debía generar credibilidad; y, por tanto, tener un banco central independiente. Para Perú la independencia del banco fue una medida necesaria que apoyó en el soporte de políticas monetarias posteriores. Si bien el banco central de Argentina era dependiente de la política fiscal, el banco regulaba el movimiento de capitales y limitaba el mercado cambiario, por lo cual no se tenía margen para cumplir con las metas inflacionarias. Por otro lado, Argentina optó por seguir el mismo camino de Perú con el régimen cambiario de flotación administrada.

Una vez finalizado el periodo de convertibilidad, el principal cambio en Argentina fue la modificación de precios relativos, lo cual incrementó la competitividad local dada la depreciación del Peso. La política monetaria se volvió muy expansiva a fin de mantener elevado el tipo de cambio, lo que conllevó de paso en una gran acumulación de Reservas Internacionales.

A partir de las medidas utilizadas para la estabilización y el continuó aprendizaje por parte del banco central, la economía peruana tuvo un alto crecimiento en los últimos años. En términos reales, el Perú creció a un promedio de 6% entre los años 2003 y 2013, exceptuando el año 2009; y a partir del 2014 el crecimiento cayó a una tasa promedio de 3%. (Infantes, 2019). Respecto a la política monetaria hasta el 2006 fue expansiva, esto quiere decir que se propició mayor oferta monetaria en la economía reduciendo la tasa de interés y llevando a la inflación casi a cero. A mediados del 2007 la política se tornó más cautelosa y contractiva debido a lo que vendría en los siguientes años con la crisis financiera.

Una característica importante de este nuevo escenario argentino fue el superávit fiscal en el que se encontraba. Entre el 2003 y el 2008, se tuvo un superávit del 3% en cada año. En este periodo el banco central argentino contó como principal fuente de moneda extranjera la venta directa del ingreso de divisas de exportación (superiores a un 1 millón de dólares). Para detener los shocks cambiarios, se empezaron a emitir papeles de deuda (Lebacs) los cuales hicieron de sustituto a la moneda extranjera (similar al uso de los certificados de depósito del banco central peruano). Este instrumento permitió la estabilización del peso y generó expectativas positivas llevando a un crecimiento en la economía. En promedio del 2003 al 2007 el crecimiento promedio rondó el 9% y la inflación estuvo baja, aunque en un monótono leve ascenso.

Política del Banco Central Argentino en 2003-2007: Intervención mediante la compra de moneda extranjera para moderar la apreciación cambiaria, lo que incrementó las RIN. Estrategia: Mantener un TCRCE (Tipo de Cambio Real Competitivo y Estable) y una política macroeconómica orientada a favor de la “producción”, en lugar de la “Acumulación Financiera”. Similar a lo que el BCRP aplica en sus políticas para regular la volatilidad cambiaria e incrementar las reservas internacionales. Las reservas internacionales incrementaron de 12.9% del PBI en 1994 a 29.4 % del PBI en diciembre de 2017 lo cual es equivalente a 63.4 miles de millones de US\$. (Ver gráfico)

3. Política monetaria post crisis financiera:

Con la crisis financiera, los bancos centrales adoptaron medidas nuevas e innovadoras para afrontar problemas vinculados con la liquidez y el riesgo crediticio. Los instrumentos que utilizaron los bancos para transmitir las políticas monetarias comprenden dos tipos: las convencionales y las no convencionales. El primero está asociado directamente con la determinación de las tasas de interés interbancarias, por ejemplo, la tasa de referencia. Por el lado, de las no convencionales como se mencionó anteriormente, está la tasa de encaje, este es utilizado cuando por shocks externos, hay repentinas entradas y salidas de capitales en corto plazo y el canal de transmisión tradicional se desvía por el spread de tasa del mercado con relación a la tasa de referencia.

Una economía dolarizada como la peruana o la argentina es propensa a auges y caídas de crédito vinculados a los depósitos en moneda extranjera. Cuando la moneda local se aprecia, el objetivo del banco central es evitar que la demanda en dólares crezca mucho, por ende, es necesario que el banco compre más dólares. Por el contrario, si la moneda se deprecia, se busca reducir impacto por el efecto hoja de balance. A partir del 2008, los principales canales por los que impactó la crisis global fueron el comercial y el financiero. En el primero mediante la caída en el ingreso por exportaciones, y el segundo por la salida de capitales privados.

En el caso argentino, se experimentó una salida de capitales privados, tanto por el shock negativo externo, como por la incertidumbre interna (manipulación de estadísticas, nacionalización del sistema privado de pensiones a fines 2008 y el uso de las reservas del

BCRA para pagar la deuda pública a partir del 2009). La inflación tuvo una variación anual del 22% entre el 2008-2012, principalmente por la distorsión en los precios relativos; y la tasa de crecimiento bajaba a una media del 2.6% anual. Dada la política fiscal expansiva, en 2011 se generó un déficit fiscal por primera vez desde hace una década, y el déficit en la cuenta corriente ocurrió el 2012, lo cual se asocia con la apreciación cambiaria. Cabe destacar que la principal causa del déficit fue el incremento del gasto público para cubrir las tarifas de los servicios públicos, los cuales mantenían las mismas tarifas desde el 2002 con el intento de contener la inflación.

Luego de la crisis del 2008, como se mencionó anteriormente, la tasa de encaje jugó un papel importante en el caso peruano. Cuando se incrementa el encaje en dólares, el tipo de cambio sube pues la moneda extranjera escasea e incrementa así la cantidad demandada por circulante y depósitos. Esto significa que los bancos asumen más costos de emitir depósitos en esa moneda y son menos atractivos.

Cuando hablamos de la intervención cambiaria en el caso peruano, con la adopción del tipo de cambio flotante, el banco central interviene directamente a través de operaciones en el mercado de divisas a bancos en el mercado spot. Luego para esterilizar la economía, causada por la intervención cambiaria, el Banco Central emite certificados a plazos de 20 meses aproximadamente, y los subasta en el mercado de dinero. Es por eso por lo que la política monetaria utilizando el instrumento de intervención cambiaria, resulta necesaria para estabilizar la volatilidad del tipo de cambio ya que disminuye el riesgo y posibles escenarios desfavorables para el sector financiero. (Quispe, Rossini & Rodríguez, 2013).

Como se vio en el marco teórico, el flujo de capitales que entran en la economía podría provocar el fenómeno de la trilogía imposible. Según Bigio, esto no ocurre en el Perú pues no existe perfecta movilidad de capitales, no existen restricciones o controles a la entrada; sin embargo, existen fricciones naturales que impiden que se muevan rápidamente. (Bigio, 2020). Y en Argentina, la no libre movilidad de capitales se debe a que el BCRA interviene con medidas restrictivas.

El año de inflexión para Argentina fue a mediados del 2010, pues las expectativas de depreciación cambiaria ocasionaron una salida de capital fuerte. Esto más la destitución del presidente del BCRA y el paulatino incremento del uso de la emisión monetaria como

fuentes de financiamiento del déficit fiscal y la creación de fondos de las reservas internacionales para pagar la deuda externa llevaron a un incremento acelerado de la inflación y una alta volatilidad del tipo de cambio. (Ver Anexo 6).

El contexto económico argentino, aunque con buenos resultados de crecimiento, se volvía cada vez más ajustado. El 2011 se tuvo la reelección de la presidenta Cristina Fernández, quien reinstauró el control de cambios. Así, comenzó un periodo caracterizado por una nulidad en el incremento del PBI, con una inflación que crecía cada vez más. Como se comentó, el déficit fiscal estaba financiado tanto por la emisión monetaria, como por el uso de las reservas internacionales. A pesar del control de cambios implantado, hasta el año 2015 se tuvo un incremento del 170% del tipo de cambio legal. Cabe destacar que, en ese mismo año, el tipo de cambio informal, era 50% superior al oficial.

A fines del 2015, con el nuevo presidente Mauricio Macri, se eliminó el control de cambios, equilibrando el tipo de cambio. Asimismo, actualizó el nivel de precios de las tarifas de los servicios públicos, con el fin de reducir el gasto público, y con ello, el déficit fiscal. Como contraparte, la inflación alcanzó un pico del 39% anual en el 2016. Adicionalmente, la medición oficial de la inflación se dio a conocer, y el presidente favorecía la independencia del Banco Central, con metas claras de inflación. A pesar de ello, el financiamiento del déficit provenía del mercado internacional; debido al exceso de divisas, el Banco Central tuvo que intervenir nuevamente, emitiendo dinero, para sostener el tipo de cambio. Este hecho afectó la credibilidad de los usuarios respecto al Banco Central, pues no se tenía como principal objetivo la meta inflacionaria.

En el 2018, comenzó nuevamente un periodo negativo. Estados Unidos incrementó su tasa de interés, lo que conllevó nuevamente en una fuga de capitales. Ante ello, el BCRA incrementó el tipo de cambio en sobremanera en ese año y la inflación alcanzó el 40% anual. Ahora el objetivo del BCRA ya no eran metas de inflación, sino fijar una base monetaria. En el 2019, con la reelección del gobierno Kirchnerista, volvió la incertidumbre financiera, lo que ocasionó una subida fuerte del tipo de cambio, así como la reimplantación del control de cambios, y una vuelta a la emisión monetaria para el financiamiento del déficit fiscal.

Por otro lado, en el Perú, entre el 2014 y 2016 se generaron una serie de proyectos mineros que incentivaron la economía afectando a los demás sectores en agregado. La política

monetaria fue restrictiva en esos años elevando constantemente la tasa de interés de manera preventiva, aun cuando la inflación era menor al límite inferior del rango meta. La razón de esta política era el temor de un rezago de tasas respecto a las internacionales que podría generar presiones inflacionarias futuras. Este descalce de tasas es atractivo para los inversionistas y con ello la entrada de capitales; por lo que, el BCRP aplicó políticas restrictivas utilizando la tasa de encaje como principal herramienta para los depósitos en dólares que pudiesen entrar, llegando incluso a ser del 100% del depósito en dólares.

Por el lado de la intervención cambiaria, se inició con políticas de esterilización para poder reducir la apreciación que se había dado por el shock de los commodities. La moneda se había apreciado; y esta a su vez, redujo los costos de producción por insumos importados. Las empresas aprovecharon este dinamismo iniciado por el boom minero, por lo que el BCRP se preparó para las presiones inflacionarias que sucederían en el futuro. Con la compra de dólares, aparte de incrementar las reservas internacionales, el spread por tasas que había atraído el flujo de capitales del exterior fue neutralizado y limitó la apreciación de la moneda generando un rápido cambio por parte de los inversionistas al no poder aprovechar la variación cambiaria.

CAPÍTULO III: Conclusiones

La volatilidad del tipo de cambio y el riesgo por liquidez en dólares son preocupaciones significativas, especialmente en países latinoamericanos con un alto grado de dolarización. Los bancos centrales utilizan la política monetaria para fijar objetivos que se alineen con las características específicas de cada economía. La relación entre los regímenes económicos, cambiarios y la política monetaria tiene implicaciones cruciales en la inflación, el tipo de cambio y la tasa de interés. La adopción de regímenes de objetivos de inflación, especialmente en economías con apertura al exterior como Argentina y Perú, se ve afectada por las fluctuaciones cambiarias.

El Perú ha experimentado un proceso de aprendizaje, innovación y adaptación en sus políticas monetarias, lo que ha resultado en una de las monedas más fuertes en la región. Se ha pasado de un régimen de control de agregados a un régimen con metas explícitas de inflación, utilizando instrumentos como tasas de interés, intervención cambiaria, acumulación de reservas y requerimientos de encaje diferenciado. La política monetaria y cambiaria de Perú se basa en un enfoque de metas de inflación, un tipo de cambio flexible, la gestión prudente de reservas internacionales y la independencia del Banco Central. Estos elementos han contribuido a mantener la estabilidad macroeconómica y la confianza en la economía peruana en general.

Argentina ha experimentado cambios significativos en sus políticas monetarias y cambiarias en las últimas dos décadas, especialmente tras el fin del régimen de convertibilidad en 2002. La política monetaria y cambiaria de Argentina ha estado marcada por la intervención activa del Banco Central, controles de cambios, inflación persistente, programas de estabilización económica y volatilidad cambiaria. Estos elementos reflejan los desafíos y las prioridades económicas del país en diferentes momentos de su historia reciente.

El mejor desempeño monetario en Perú en comparación con Argentina se atribuye a una combinación de políticas monetarias más consistentes, una mayor independencia del banco central, una gestión fiscal prudente, regímenes cambiarios más flexibles y la presencia de instituciones económicas sólidas. Estos factores han contribuido a mantener la estabilidad macroeconómica y la confianza en la economía peruana respecto a la argentina.

Bibliografía:

- BID. “La Realidad Macroeconómica Una Introducción a Los Problemas Y Políticas Del Crecimiento Y La Estabilidad En América Latina Módulo 6 Política Monetaria Y Cambiaria.” Wwww.academia.edu, 1 Jan. 2010, www.academia.edu/49672956/M%C3%B3dulo_6_Pol%C3%ADtica_Monetaria_y_Cambiaria. Accessed 25 Jan. 2024.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí. 2010. "Labor Markets and Monetary Policy: A New Keynesian Model with Unemployment." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2 (2): 1-30.
- Blanchard, Olivier., G. DellAriccia & P. Mauro (2010) Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note.
- Bleaney, M. and M. Francisco, 2007. “Exchange rate regimes, inflation and growth in developing countries - an assessment”, Berkeley Electronic Journal of Macroeconomics ,7(1).
- BONTOMASI, MARIA PILAR. (2018). Políticas macroeconómicas, regímenes cambiarios y política monetaria. Políticas Macroeconómicas, Regímenes Cambiarios y Política Monetaria.
- Calvo, G. y C. Reinhart, 2002. “Fear Of Floating”, Quarterly Journal of Economics , 107(2),pp. 379-408.
- Calvo, G. y C. Vegh, 1999. “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”. En Handbook of Macroeconomics , Vol. C, ed. John B. Taylor and Michael Woodford, pp.1531-1614. Amsterdam: North-Holland.
- Castillo, P., Pérez F., y V. Tuesta (2011), “Los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Perú,” Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos 21, 41-63.
- Damill, M., Frenkel, R., & Maurizio, R. (2002). Argentina: una década de convertibilidad: un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso. <https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/3915/1/ARG-Convertibilidad-OIT.pdf>
- Damill, M., & Frenkel, R. (2013). La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros. *¿Década Ganada? Evaluando el Legado del Kirchnerismo*. https://repositorio.cedes.org/bitstream/123456789/4245/1/91_2013.pdf

- Dancourt, Oscar, and Waldo Mendoza. Intervención Cambiaria Y Política Monetaria En El Perú. 1 Apr. 2016, files.pucp.edu.pe/departamento/economia/DDD422.pdf. Accessed 25 Jan. 2024.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2007). Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad. CEPR (Center for Economic and Policy Research).
- García-Cicco, J. (2011). Inflación y política monetaria: Argentina 2006-2011. Ensayos de Política Económica No 5, 2011, 1(5), 96-111. <https://repositorio.uca.edu.ar/bitstream/123456789/2029/1/inflacion-politica-monetaria-argentina.pdf>
- Ghosh, A., A.M. Gulde y H. Wolf, 2003. Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences, Cambridge, Massachusetts: MIT Press
- Infantes, E. (2019). Política Monetaria - Intervención cambiaria. Política Monetaria - Intervención Cambiaria En Un Escenario De Dolarización Parcial. <https://doi.org/10.1371/280100>
- Klein M. y Shambaugh J. (2010). *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*. Cambridge: MIT Press.
- Krugman, Paul R, and MAURICE OBSTFELD. Economía Internacional Teoría Y Política. 1 Apr. 2006, pp. 327–482, fad.unsa.edu.pe/bancayseguros/wp-content/uploads/sites/4/2019/03/Krugman-y-Obstfeld-2006-Economia-Internacional.pdf. Accessed 25 Jan. 2024.
- Libman, Emiliano. “Política Monetaria Y Cambiaria Asimétrica En Países Latinoamericanos Que Usan Metas de Inflación.” Www.academia.edu, 1 Oct. 2018, [research.amanote.com/publication/FpKx13MBKQvf0BhijWms/politica-monetaria-y-cambiaria-asimtrica-en-pases-latinoamericanos-que-usan-metas-de,](https://doi.org/doi%2010.18356/a0dffa93-es) <https://doi.org/doi%2010.18356/a0dffa93-es>. Accessed 25 Jan. 2024.
- Luna, G. A. A., & Lizarazo, G. A. A. (2023). Economía política y política económica de la crisis argentina: ¿hacia la dolarización plena? Apuntes del CENES, 42(75). <https://doi.org/10.19053/01203053.v42.n75.2023.15061>
- Magud, N., 2010. “Currency mismatch, openness and exchange rate regime choice”, *Journal of Macroeconomics*, 32(1), p. 68-89.
- Massot, J. M. (2020). La política cambiaria argentina entre 2016 y 2019. Situación y alternativas desde una perspectiva de Economía

Política. *DOAJ* (*DOAJ: Directory Of Open Access Journals*). <https://doaj.org/article/828a0a6d60ba4e43ace595dc3862177c>

- Montoro, C., & Ortiz, M. (2020). *The portfolio channel of capital flows and foreign exchange intervention in a small open economy*. (Working paper; No. 168). Asociación Peruana de Economía. <http://perueconomics.org/wp-content/uploads/2020/08/WP-168.pdf>
- Montoro, C., & Ortiz, M. (2023). The portfolio balance channel of capital flows and foreign exchange intervention in a small open economy. *Journal of International Money and Finance*, 133, Article 102825. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102825>
- Obstfeld, M. y K. Rogoff. 1995. "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives* 9(4), 73-96
- Pilbeam, K. (2013). *International Finance*. New York: Palgrave MacMillan, 4th edition.
- Quispe, Zenon, and Renzo Rossini. Monetary Policy during the Global Financial Crisis of 2007-09: The Case of Peru. 1 Apr. 2011, www.academia.edu/62401830/Monetary_policy_during_the_global_financial_crisis_of_20_7_09_the_case_of_Peru. Accessed 25 Jan. 2024.
- Romer, D. (2006), *Advanced Macroeconomics*, Third Edition. McGraw Hill, New York.
- Rossini, R., Z. Quispe y D. Rodríguez (2011), "Capital flows, monetary policy and forex intervention in Peru", en Bank for International Settlements (ed.), *Capital flows, commodity price movements and foreign Exchange intervention*, BIS Papers 57, 261-274.
- Saki Bigio. "Política monetaria: una nueva perspectiva." *Hitos de la reforma macroeconómica peruana 1990-2020. La recompensa de los tamías* (2022) 371-382
- Shiva Ramayoni, M. (2003). Intervención cambiaria y determinación del tipo de cambio en el corto plazo: la evidencia peruana. *Apuntes*, (52/53), 5-22. <https://doi.org/10.21678/apuntes.52/53.529>
- Tiscornia, C. E. (2022). Política monetaria: bases teóricas, historia internacional y versiones en la Argentina. *Cultura Económica*, 40(103), 39-76. <https://doi.org/10.46553/cecon.40.103.2022.p39-76>

- Vega, M., & Lahura, E. (2013). Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico: Una evaluación de la literatura. *Revista Estudios Económicos*.

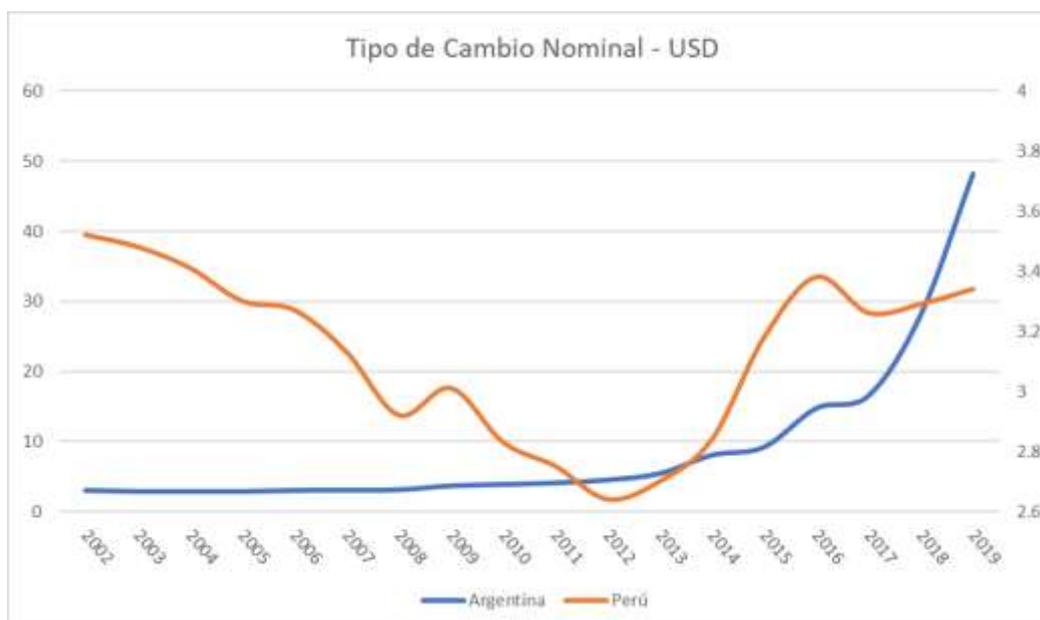
ANEXOS

Anexo 1: Latinoamérica: Depreciación y apreciación del tipo de cambio, (moneda local / dólar estadounidense)



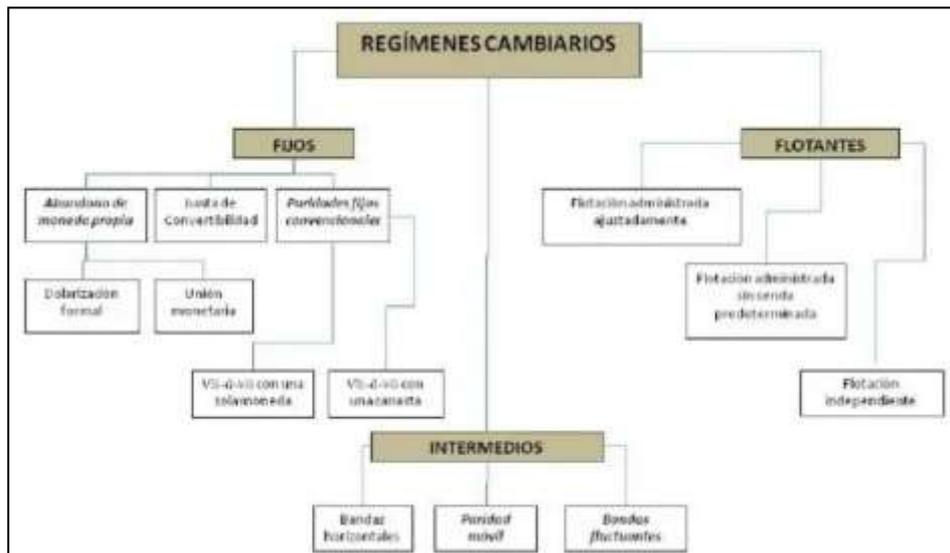
Fuente: BBVA RESEARCH

Anexo 2: Tipo de Cambio Nominal entre Perú y Argentina



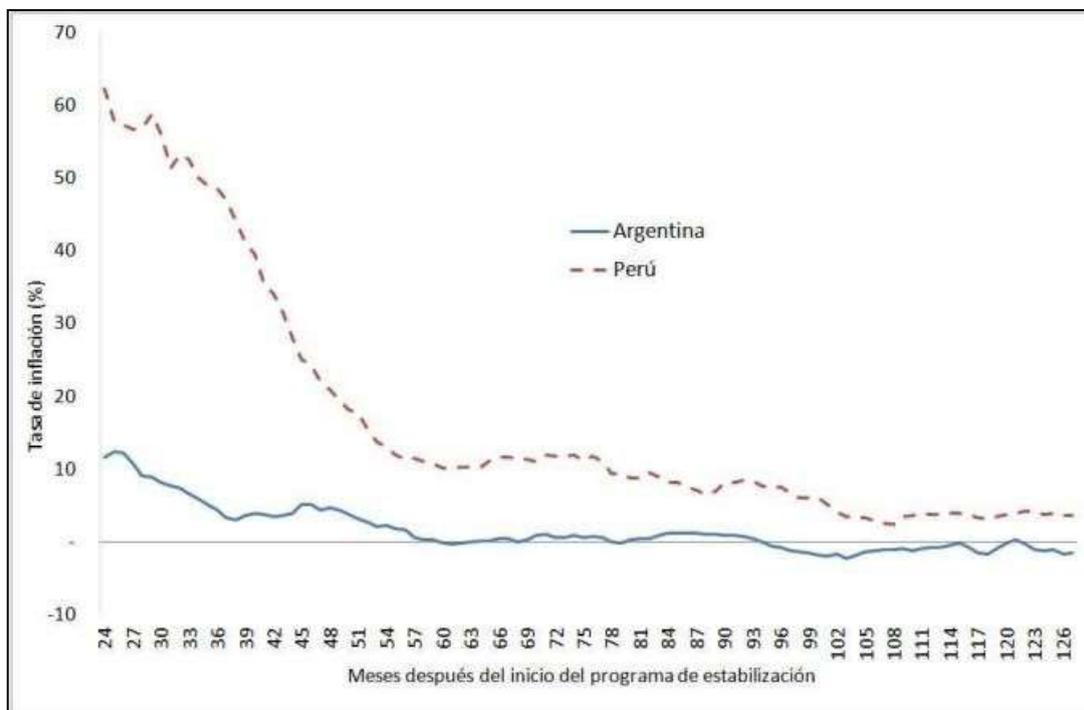
Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia

Anexo 3: Clasificación de regímenes cambiarios:



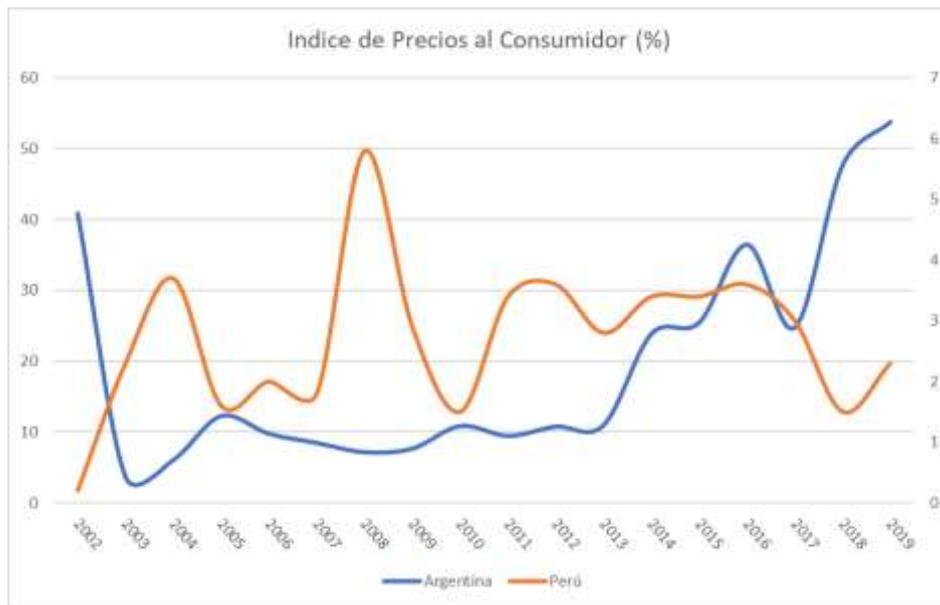
Fuente: El gráfico es extraído de Lahura y Vega, 2013. Regímenes Cambiarios y Desempeño Macroeconómico: Una Evaluación de la Literatura

Anexo 4: Nivel de inflación a un año de Argentina y Perú después de dos años de adquirir su régimen cambiario.



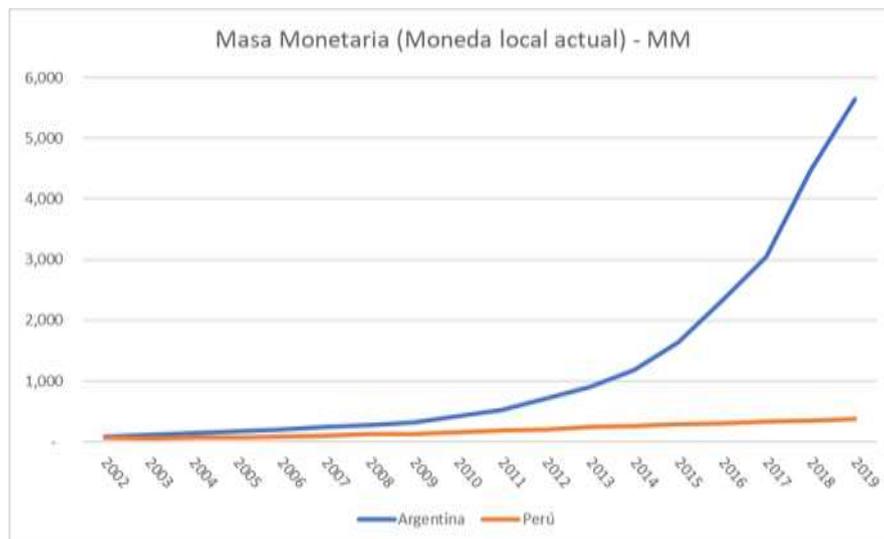
Fuente: El gráfico es extraído de Lahura y Vega, 2013. Regímenes Cambiarios y Desempeño Macroeconómico: Una Evaluación de la Literatura

Anexo 5: Evolución del Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia

Anexo 6: Masa monetaria en moneda local



Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia