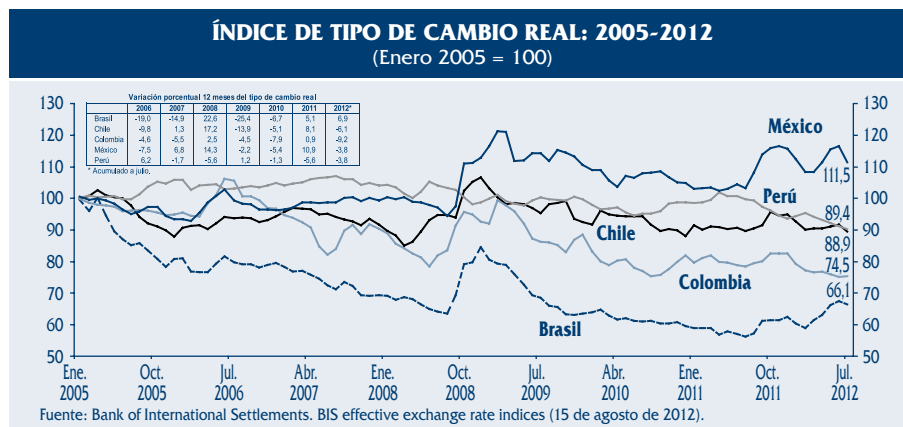




**RECUADRO 5  
TIPO DE CAMBIO REAL Y POSICIÓN FISCAL**

Los países de América Latina con un esquema de metas de inflación han mostrado un crecimiento sostenido en los últimos años. En promedio, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú han crecido alrededor de 4,5 por ciento por año entre 2005 y 2011. Este buen desempeño económico se debe en parte a condiciones externas favorables, en particular altos términos de intercambio y considerables entradas de capitales extranjeros, que se traducen en presiones apreciatorias reales sobre las monedas de las economías de la región.

De hecho, con la excepción de México, el gráfico siguiente muestra una tendencia apreciatoria desde el año 2005 para las economías de la región. Sin embargo, cabe resaltar el comportamiento diferenciado entre los casos de Chile y Perú, con una menor apreciación real y los casos Brasil y Colombia, con un mayor ritmo de apreciación. Estas diferencias pueden ser explicadas por diversos factores, entre los cuales destaca la posición de la política fiscal.

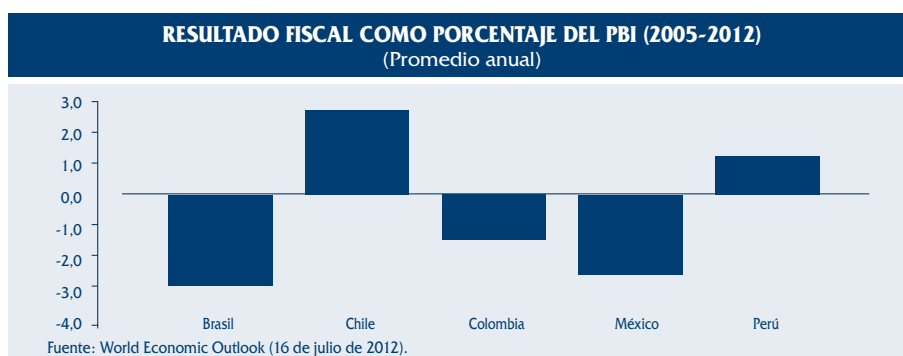


En teoría, el gobierno podría exacerbar las presiones apreciatorias en un contexto externo favorable. Ello se debe a que es usual que los excedentes a disposición del fisco, generados en épocas de bonanza, sean orientados a expandir el gasto público, generando así un estímulo doméstico, sobre todo en el sector no transable (por ejemplo, servicios y construcción). La mayor demanda por productos no transables presionaría al alza los precios de este sector, generando finalmente una apreciación real.

En la experiencia reciente de Perú y Chile, sin embargo, el gobierno se ha comportado de manera distinta. En ambos casos, la política fiscal ha procurado generar superávits en épocas de bonanza. El mayor ahorro fiscal ha sido destinado en buena parte a acumular activos externos y pagar deuda pública<sup>13</sup>. Con ello, los excedentes fiscales se han redireccionado a usos alternativos, evitando generar presiones de demanda en el sector no transable. Ello ilustra cómo políticas fiscales prudentes pueden compensar presiones apreciatorias en el tipo de cambio real.

13 De acuerdo con el *Moody's Country Credit Statistical Handbook* en la región son Perú y Chile los países que presentan un ratio de deuda pública a PBI decreciente y alcanzan niveles mínimos en 2011. En cambio, Brasil, Colombia y México muestran ratios más estables y relativamente elevados.

El siguiente gráfico muestra la evolución del resultado fiscal del Perú en comparación con el de sus socios comerciales. Se puede observar que en el periodo de análisis el Perú ha mantenido una posición promedio superavitaria de 1,2 por ciento del PBI, en comparación con el déficit promedio de 3,0 por ciento de nuestros socios comerciales. Este ahorro público ha permitido reducir la deuda pública neta en términos del PBI de 31,3 por ciento en 2005 a 8,1 por ciento en 2011, y ciertamente ha aliviado las presiones apreciatorias sobre el Nuevo Sol.



### RECUADRO 6 INSTRUMENTOS DE INTERVENCIÓN CAMBIARIA ESTERILIZADA

Dada la alta dolarización financiera de la economía peruana (tanto en depósitos como en créditos), el Banco Central de Reserva interviene en el mercado cambiario con la finalidad de aliviar la volatilidad del tipo de cambio y con ello poder suavizar los efectos sobre la posición financiera de los agentes económicos y preservar la estabilidad financiera de la economía.

Tradicionalmente, la intervención cambiaria se ha realizado mediante compras o ventas esterilizadas de dólares. Sin embargo, en los últimos años el BCRP ha diseñado dos tipos de instrumentos de intervención cambiaria esterilizada: los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP) y los Certificados de Depósito Liquidables en Dólares (CDLD BCRP).

Los CDR BCRP, creados en el año 2002 (Circular N° 020-2002-EF/90), son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú, que representan un pasivo para este último a favor del adquirente. Estos certificados están denominados en nuevos soles, emitidos a descuento y son reajustados en función de la variación del tipo de cambio entre el momento del contrato y la fecha de vencimiento. Es decir, asegura al adquirente una rentabilidad en dólares. Este instrumento es utilizado en momentos de alta volatilidad al alza del tipo de cambio.

Los CDLD BCRP, creados en octubre del 2010 (Circular N° 037-2010-BCRP), son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú, que representan pasivo para este último a favor del comprador. Los CDLD BCRP también están denominados en soles y emitidos a descuento. La principal distinción con los CDR BCRP es que los CDLD BCRP se pagan y redimen en dólares, al tipo de cambio vigente al momento del contrato y del vencimiento.

