

## EL PRECIO DEL DÓLAR Y LA POLÍTICA MONETARIA

Bruno Seminario

Cuando revisamos los indicadores económicos de las principales economías de América Latina (Brasil, México, Venezuela, Colombia y Chile) destaca inmediatamente el Perú por la peculiar *trayectoria de las variables nominales y financieras*. El curioso e intrigante fenómeno se manifiesta con gran claridad al examinar los valores de las siguientes variables: el precio del dólar, la tasa de interés y la tasa de inflación. Nuestra economía, en efecto, presenta la tasa de inflación mas baja de América Latina y probablemente una de las más bajas del mundo; también, las tasas nominales de interés más reducidas, y, finalmente, se distingue por ser la única donde el precio del dólar aumenta y se recupera el tipo de cambio real. Aunque estos intrigantes desarrollos no son nuevos ya que se comenzaron a sugerirse hace ya dos meses, han terminado por llamar la atención de las autoridades económicas y en el público en general. Fueron así el tema central de la conferencia de prensa que el día jueves ofreció el ministro de Economía y Finanzas Fernando Zavala. Al comentar sobre el incremento el precio del dólar, este importante e influyente funcionario público, intento atribuir el incremento a causas de índole coyuntural. Si bien no preciso cuáles eran éstas parece ser que el MEF atribuye el incremento en *el precio del dólar al diferencial que existe entre la tasa de interés* en el Perú y los Estados Unidos.

Por esta razón, no espera el ministro que se mantenga la cotización del dólar y en su opinión la misma regresaría, en los próximos meses, al mismo nivel que tenía antes del incremento. Pero, ¿tiene razón el ministro? ¿Se explica el incremento el precio del dólar sólo por razones coyunturales o es un reflejo de un fallo más básico y fundamental en el diseño de la política económica?

Para responder a estas preguntas puede ser conveniente explicar al lector no especializado en estas abstrusas cuestiones cómo el diferencial de interés entre el Perú y Estados Unidos afecta el precio del dólar. Intervienen en la formación del precio del dólar tres importantes fuerzas y todas ellas poseen un relevante papel en la formación del precio de la moneda estadounidense: (1) los exportadores e importadores; (2) los inversionistas e instituciones financieras; y, (3) el banco central. Cuando los exportadores venden sus productos en los mercados financieros reciben dólares a cambio pero típicamente éstos no los conservan ya que necesitan soles para atender a las necesidades de sus negocios (pagos de salarios, impuestos, compra de materias primas, etc.). De la misma forma, los importadores reciben al vender sus productos en nuestro mercado interno soles pero también por necesidad no los puede conservar ya que para reponer sus inventarios necesitan dólares a cambio. Son los bancos comerciales y las instituciones financieras las instituciones que compran los dólares de los exportadores y que venden los dólares a los importadores. Si nadie más demandara u ofreciera dólares no podría, en un sistema de tipo de cambio flexible, una diferencia entre exportaciones e importaciones ya que el precio de dólar bajaría o subiría para eliminar esta diferencia. Sin embargo, las cosas no tan simples ya que los desequilibrios que se registran en el sector real son cubiertos por las operaciones de los inversionistas y el banco central. Por ejemplo, en la actual coyuntura, el valor de las ventas que realizan los exportadores es mayor que el

de las compras de los importadores pues el incremento en los precios internacionales y el auge del sector exportador así lo ha determinado. Por esta razón, debe alguien en la esfera financiera el exceso de dólares ya que de no ser así el precio del dólar descendería y cerraría la brecha en la balanza de divisas.

¿Cuáles son los factores que determinan la demanda de moneda estadounidense del sector financiero? Hay tres factores importantes: la tasa de interés internacional, la tasa de interés nacional, y, las expectativas sobre el futuro. Si incrementa el tipo de interés en USA --- algo que ha ocurrido en el último año— aumenta la cantidad de dólares deseados por los inversionistas ya que los activos de Estados Unidos se vuelven más atractivos. Si aumenta la tasa de interés en el Perú – algo que no ha ocurrido en el último año—tiende a disminuir la cantidad de dólares que desean los participantes del mercado financiero ya que de ocurrir este aumento serían aumentaría la rentabilidad de los activos en soles. Por esta razón, el precio del dólar debe tender a aumentar cuando se reduce el diferencial entre la tasa de interés en el Perú y los Estados Unidos y más aún cuando éste se vuelve negativo. Por esta razón, todos los analistas en el Perú coinciden en señalar que ésta es la real causa que explica el recién incremento en el precio del dólar. Como no veo ninguna explicación alternativa para el incremento, no me queda otra cosa que expresar mi concordancia básica con este diagnóstico de la situación.

Pero, ¿es el diferencial un producto de la acción de elementos coyunturales o un factor más fundamental intrínseco al diseño actual de la política económica? La pregunta es importante pues si este diferencial aumentara en los próximos meses no hay ninguna razón para esperar un descenso en la cotización del dólar ya que el factor que impulsado el aumento tendría naturaleza permanente. Y, es en este crucial punto, donde interviene la tercera fuerza que explica la formación del precio de la moneda estadounidense en el Perú y, en realidad, la más importante y fundamental: la política monetaria y las operaciones financieras del banco central.

Posee, en efecto, el banco central una importancia fundamental para la operación del mercado cambiario y ejerce su influencia mediante dos canales: (a) definiendo el valor de la tasa de interés en soles; (b) comprando o vendiendo dólares en el mercado financiero. Por esta razón, resulta crucial para el funcionamiento del mercado cambiario comprender cuáles son los principios que guían la política monetaria ya que ha sido decisión del directorio del banco central de mantener las tasas de interés de referencia en el Perú en tres por ciento anual, la causa última de la aparición del diferencial del interés y si somos consecuente ésta la principal razón que impulsó el aumento del dólar. ¿Por qué razón mantiene el directorio las tasas de interés? Al parecer no lo hace impulsado por una razón caprichosa sino inspirada para ser consistente con los principios que norman el nuevo régimen monetario de objetivos de inflación. Según éstos, un banco central debe fijar la tasa de interés considerando el comportamiento de dos variables: su objetivo de inflación y el nivel de actividad económica (regla de Taylor). Como lo explica una nota de prensa publicada en el portal del banco central el día viernes, no encuentra el directorio del Banco ninguna razón para aumentar el tipo de interés ya que

espera que la tasa de inflación cierre el año en 1,5 por ciento (el nivel inferior de la banda) y un repunte en el nivel de actividad económica en el IV trimestre del presente año. Por ello, el directorio, ha decidido confirmar su decisión de mantener el interés en 3 por ciento. Es, sin duda alguna, difícil atacar esta argumentación ya que posee cierta indudable consistencia. Sin embargo, pienso mi elemental sentido común ya que pienso que la política de mantener un diferencial negativo en las tasas e una política poco sostenible y que puede obligar en el futuro a un incremento drástico en el tipo de interés en el futuro.

En segundo lugar, no resulta una política conveniente en un año electoral ya que puede un nuevo incremento en la dolarización, y, favorecer aventuras la parición de aventuras especulativas. En cualquier caso, el banco central podría mantener la consistencia con la regla de Taylor y aumentar la tasa de interés si revisa hacia abajo su meta de inflación. ¿Por qué, por ejemplo, no establece una meta de inflación de cero por ciento? Esta posibilidad eliminaría el problema ya que permitiría aumentar el tipo de interés y eliminar la contradicción entre los desarrollos externos e internos.

---