



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

**FACTORES QUE IMPULSAN LA DESDOLARIZACIÓN EN EL
PERÚ**

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

Presentado por

Ariel Rubén Pajuelo Muñoz

Lima, enero 2020

RESUMEN

La economía peruana se encuentra parcialmente dolarizada, lo que implica retos adicionales al momento del diseño de política monetaria. Un riesgo latente que el BCRP combate activamente es el de efecto hoja de balance (originado por descalces cambiarios entre activos y pasivos). Para empresas que tienen pasivos en dólares y activos soles, un escenario en el que el sol se deprecie afecta negativamente su solvencia. Una medida desarrollada para mitigar ese riesgo es la intervención cambiaria del BCRP. El objetivo principal de esta es disminuir la volatilidad excesiva del tipo de cambio sin ir en contra de su tendencia fundamental, lo que protege a los agentes de vaivenes inesperados en el tipo de cambio. Sin embargo, una consecuencia negativa y predominante es que no incentiva a que las empresas se desdolaricen, pues estas no internalizan todo el riesgo cambiario y reduce la necesidad de que establezcan estrategias de cobertura, lo que no permite el desarrollo del mercado de derivados financieros. Por lo tanto, se debe disminuir, y eventualmente eliminar, la intervención cambiaria porque esta termina favoreciendo a la dolarización.

ABSTRACT

Peruvian economy is partially dollarized, which implies additional challenges at the time of monetary policy design. A current risk that the central bank actively fights against is the balance sheet effect (caused by currency mismatches between assets and liabilities). For companies that have dollar liabilities and soles assets, a scenario in which the sol depreciates negatively affects its solvency. A measure developed to mitigate this risk is the forex intervention of the central bank. The main objective of this is to reduce the excessive volatility of the exchange rate without going against its fundamental tendency, which protects the agents from unexpected fluctuations in the exchange rate. However, a negative and predominant consequence is that it does not encourage companies to de-dollarize, since they do not internalize all their exchange risk and reduce the need for hedging strategies, which does not allow the development of the financial derivatives market. Therefore, exchange intervention should be reduced, and eventually eliminated, because it ends up favoring dollarization.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	ii
ÍNDICE DE ANEXOS	iv
1. INTRODUCCIÓN	1
2. MARCO TEÓRICO	3
3. EVIDENCIA EMPÍRICA.....	4
3.1. Volatilidad del tipo de cambio e intervención cambiaria	4
3.2. Mecánica de la intervención cambiaria	5
3.3. Esterilización de la intervención cambiaria	5
3.4. Inflación y dolarización financiera	6
3.5. Inflación y dolarización real.....	7
3.6. Uso de derivados financieros en Perú	9
4. CONCLUSIONES	9
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	12
ANEXOS	14

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Evolución del ratio (%) de dolarización de liquidez y crédito del sistema bancario.....	14
Anexo 2: Índice de precios Lima Metropolitana (var %, 12 meses)	14
Anexo 3: Evolución y volatilidad del tipo de cambio de las economías miembro de la Alianza del Pacífico (TC 31/12/2004 = 100)	15

1. INTRODUCCIÓN

Los períodos de alta inflación suelen quitar algunas de sus funciones a las monedas nacionales. Así, el sol peruano fue desplazado por el dólar luego del período hiperinflacionario de finales de los 80s e inicios de los 90s. En general, la primera función que pierde la moneda nacional es la de depósito de valor, pues es la más sensible a las expectativas de inflación de largo plazo. En el caso de Perú, no existían activos indexados a la inflación durante el período hiperinflacionario, lo que provocó que los agentes vieran al dólar como una opción segura que conserva su valor (Armas, 2016, pp. 65-66). Como resultado, la combinación de estos dos factores, hiperinflación y poca profundidad financiera, facilitó que la dolarización financiera en el Perú se materialice rápidamente¹.

Existen varios riesgos asociados a la dolarización parcial de la economía. Un riesgo es el de descalce, también denominado efecto hoja de balance, en el que variaciones del tipo de cambio pueden provocar problemas de solvencia en empresas no financieras (ingresos en soles y gastos en dólares) y deteriorar la cartera de activos de empresas financieras. En este escenario, la oferta de crédito se ve afectada. Otro riesgo es el de liquidez, en el que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) no puede actuar como prestamista de última instancia de dólares, pues solo tiene la capacidad de emitir soles y así, puede cubrir necesidades de liquidez solamente en moneda nacional. La FED es la única institución que tiene la capacidad de emitir dólares. En un caso de gran salida de dólares de la economía peruana, este riesgo podría materializarse (Armas, 2016, pp. 73-79).

La dolarización parcial de la economía no es deseable por los riesgos que implica, por lo que se debe tratar de reducirla. No obstante, superado el período de hiperinflación y cuando la inflación se redujo a niveles de un dígito², los índices de dolarización no cayeron de forma proporcional y se mantuvieron. Ese fenómeno de persistencia ha sido ampliamente documentado y se conoce como histéresis. Por lo tanto, aparte de mantener una inflación controlada, se requieren otro tipo de políticas específicas para reducir la dolarización. Es importante destacar que la dolarización no se puede combatir directamente mediante una ley que la prohíba. En el pasado se intentó dicha receta y lo que se logró fue una desintermediación financiera, pues al no poder realizar depósitos o endeudarse en dólares, los agentes deciden mantener mayor liquidez en moneda extranjera, lo que limita la oferta de crédito (Armas, 2016, pp. 62-66).

¹ La evolución del ratio de dolarización de crédito y liquidez se puede apreciar en el Anexo 1.

² La evolución de la inflación se encuentra en el Anexo 2.

García-Escribano (2011, pp. 26-31) realiza un análisis de las medidas implementadas por el BCRP que contribuyeron a desdolarizar la economía peruana. Para ello destaca 3 bloques: políticas de estabilización macroeconómica (régimen de metas de inflación, manejo fiscal prudente), medidas prudenciales (encajes bancarios diferenciados para moneda nacional y extranjera) y el desarrollo del mercado de capitales en soles (emisión de deuda pública y corporativa de largo plazo denominada en soles nominales).

García-Escribano (2011, p. 36) concluye que se debe dejar que el tipo de cambio fluctúe con mayor flexibilidad para promover una desdolarización más rápida. En el Perú, el régimen cambiario es de flotación sucia, pues el BCRP interviene en el mercado cambiario cuando considera que la volatilidad de este es excesiva. Dicha intervención cumple su objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio, pero también afecta negativamente al ritmo de desdolarización financiera de la economía.

La idea central de este trabajo es que el BCRP debe reducir su intervención en el mercado cambiario para promover la desdolarización. Esto se basa en que, bajo el esquema actual, los agentes no internalizan todo el riesgo de mantener descalces cambiarios (activos en soles y pasivos en dólares). Ellos pueden predecir que el BCRP va a actuar ante una depreciación considerada excesiva, lo que reduce el riesgo de descalce, e incrementa el costo de cobertura cambiaria. Luego, justamente ese incremento en el costo no permite que exista un mercado más profundo y líquido de instrumentos de cobertura como *forwards*, *swaps* y opciones.

La dolarización real (transaccional) también se mantiene en el Perú. Así, el sistema de pagos se ha adaptado a un sistema bimonetario, por ejemplo, los cajeros automáticos emiten soles y dólares. En general, resulta sencillo para cualquier persona (natural o jurídica) obtener moneda extranjera sin muchos costos de transacción. Además, los depósitos en cualquier moneda se encuentran permitidos. Los bienes inmuebles, vehículos y contratos de infraestructura se denominan, en su mayoría, en dólares. La estructura microeconómica de costos de las empresas demuestra que todavía hay un largo camino por recorrer, pues la mayoría de sus costos financieros y de insumos están dolarizados. Cabe resaltar, que la apertura comercial y financiera incrementa los niveles de dolarización en sectores que se dedican principalmente a la exportación (como minería y agricultura moderna), no obstante, algunos sectores dirigidos al consumo interno aún mantienen descalces cambiarios considerables. Todos estos factores dificultan y retrasan el proceso de desdolarización, por lo que acciones de política microeconómica o estructural son requeridas (Contreras et al., 2017, pp. 48-50).

La distribución de este trabajo presenta en primer lugar el marco teórico sobre el cual se basa la hipótesis principal, que es necesaria la reducción de intervención en el mercado cambiario por parte del BCRP para promover la desdolarización. En segundo lugar, se resume la literatura empírica relevante, que incluye temas de intervención cambiaria, inflación, dolarización real y financiera, y el uso de derivados en el Perú. Finalmente, se muestran las conclusiones principales del trabajo.

2. MARCO TEÓRICO

La dolarización financiera, aunque haya seguido una senda decreciente (véase Anexo 1), todavía constituye una preocupación para los *policy makers* del Perú. Prueba de ello es que aún se siguen aplicando diferentes políticas con la finalidad de reducirla. Entre ellas se pueden diferenciar políticas macroeconómicas (para mantener la inflación controlada, que necesario para evitar que la dolarización se incremente) y prudenciales (para reducir la dolarización y sus riesgos).

El inicio de la dolarización ocurrió durante el período de hiperinflación, pero una vez el país logró salir de dicho escenario (véase Anexo 2), la dolarización no se ha reducido de forma proporcional. Al ser un evento persistente, la reducción de la inflación no es suficiente para desdolarizar la economía. Este escenario conlleva a que se apliquen medidas complementarias que reduzcan la dolarización y también sus riesgos.

El problema de la dolarización es que dificulta los mecanismos de transmisión de los instrumentos tradicionales de política monetaria, por ejemplo, la tasa de interés de referencia. Además, incrementa el efecto hoja de balance (producto de descalces cambiarios), lo que hace que las empresas no financieras se puedan ver afectadas ante movimientos fuertes en el tipo de cambio. Como consecuencia, también tiene repercusión en la cartera de activos de empresas financieras (acreedoras).

Existen medidas diseñadas para reducir la dolarización y otras que procuran mitigar los riesgos de esta. Así, la intervención cambiaria (esterilizada o no) es una medida que ha sido justificada como necesaria para contener el riesgo de la volatilidad excesiva del tipo de cambio. No obstante, al reducirla, también genera incentivos a que los agentes no se desdolaricen, porque saben que el BCRP no va a permitir que el tipo de cambio se incremente o reduzca demasiado, lo que permite que puedan hacer transacciones en dólares sin internalizar todo el riesgo cambiario (se anticipan a la intervención).

La intervención cambiaria, adicionalmente, tiene la desventaja de retrasar el desarrollo de un mercado de instrumentos financieros de cobertura porque, como se mencionó, los agentes no tienen la necesidad de cubrir todas sus operaciones en moneda extranjera. El desarrollo del mercado de derivados financieros también facilita que la desdolarización ocurra más rápidamente, pues la cobertura de transacciones tiene un costo, y al internalizarlo, se reduce el atractivo de realizar más operaciones en dólares, especialmente cuando se tienen ingresos en soles, pues en este escenario surge la necesidad de cobertura.

En resumen, para reducir la dolarización financiera, una medida positiva sería la reducción de la intervención cambiaria del BCRP.

3. EVIDENCIA EMPÍRICA

3.1. Volatilidad del tipo de cambio e intervención cambiaria

La literatura revisada es, en su mayoría, afín a la intervención cambiaria, porque el estudio del tema suele estar relacionado con autores del BCRP. La razón principal por la que se defiende la intervención es que se quiere evitar una volatilidad excesiva del tipo de cambio por los efectos negativos que puede tener, tales como: efecto hoja de balance, reducción de la calidad de activos de empresas financieras y, en el extremo, posible corte de financiamiento externo (*sudden stop*). Sin embargo, en los trabajos revisados no se especifica qué nivel de volatilidad se considera como excesivo y que requiere intervención, aunque esto puede ser explicado por la cautela que el BCRP tendría con que la intervención sea demasiado predecible. En cualquier caso, la intervención es causada por la volatilidad del tipo de cambio y también es efectiva para reducirla (Humala y Rodríguez, 2010, p. 1490).

No obstante, es precisamente la volatilidad del tipo de cambio la que es una causa de desdolarización (García-Escribano, 2011, p. 34) y, por ende, no se debe tener como objetivo reducir artificialmente dicha volatilidad. Está documentado que el tipo de cambio en el Perú es el menos volátil de Latinoamérica y que se encuentra entre los más estables entre los mercados emergentes³ (Rossini, Quispe y Serrano, 2014, pp. 11-12). En consecuencia, los agentes pueden adelantarse a que el BCRP va a intervenir, lo que reduce el riesgo de descalces cambiarios y favorece que la dolarización perdure.

³En el Anexo 3 se hace una comparación del tipo de cambio local con respecto a las economías pertenecientes a la Alianza del Pacífico.

Es cierto que la intervención es arbitraria y que no actúa contra la tendencia fundamental del tipo de cambio (en cualquier dirección), pero se intuye que el BCRP terminara interviniendo. La arbitrariedad de la intervención se puede sostener en que si esta fuera programada (con reglas), pues entonces los agentes tendrían mayor certeza sobre el *timing* y el tamaño de la intervención, lo que terminaría desfavoreciendo al ritmo de la desdolarización. Curiosamente, se ha encontrado que mientras los montos de intervención son menos volátiles, la volatilidad del tipo de cambio se mueve inversamente (Rossini, Quispe y Serrano, 2014, p. 27). Por lo que el BCRP debe calibrar cuidadosamente los montos y la frecuencia de intervención, de otro modo, el régimen cambiario actual tendería a ser uno con los efectos de un tipo de cambio fijo (Rossini, Quispe y Rodríguez, 2013, pp. 41-42).

3.2. Mecánica de la intervención cambiaria

Las intervenciones cambiarias que realiza el BCRP se realizan directamente en el mercado *spot* con bancos comerciales o a través de *swaps* (compras temporales de moneda local o extranjera). La segunda opción se utiliza cuando la curva *forward* de tipo de cambio compromete la posición de cambio de los bancos (Rossini, Quispe y Rodríguez, 2013, p. 42). Como se puede notar, bajo el escenario actual, los bancos tienen participación mayoritaria en el mercado de derivados de cobertura (como demandantes). Si las empresas no financieras demandaran más de estos instrumentos, la intervención del BCRP se vería reducida, pues los agentes están internalizando el riesgo cambiario. Los bancos también quisieran ofrecer más derivados, pues manejados apropiadamente, representan una fuente de ingresos adicional.

3.3. Esterilización de la intervención cambiaria

Las operaciones que realiza el BCRP suelen ser esterilizadas (para no variar la oferta monetaria). En consecuencia, emite certificados de depósitos de corto plazo (obligaciones) para balancear su intervención. Además, las operaciones de esterilización se complementan con los depósitos que el tesoro mantiene en el BCRP y con tasas de encaje (diferenciadas para moneda nacional y extranjera). Así, la autoridad monetaria puede acumular reservas internacionales (dólares) y tiene la capacidad de realizar operaciones futuras. Una preocupación sobre la intervención cambiaria es que el rendimiento de las obligaciones emitidas puede superar al retorno de los activos (reservas internacionales) del BCRP, lo que pondría en riesgo su solvencia. No obstante, históricamente el BCRP ha logrado mantener un retorno neto positivo (Rossini, Quispe y Serrano, 2014, pp. 13-14).

Otro riesgo asociado a la esterilización de las operaciones cambiarias es que agentes no residentes puedan tomar ventaja de las diferencias entre las tasas de interés locales y las internacionales.

Este riesgo toma particular importancia en el contexto actual de tasas históricamente bajas en los países desarrollados. Si la intervención reduce la volatilidad, se genera un escenario propicio para que inversionistas extranjeros inviertan en moneda local sin asumir todo el riesgo cambiario. La entrada abrupta de capitales provocaría una mayor apreciación de la moneda local, y a su vez, el BCRP podría verse obligado a intervenir nuevamente, volver a esterilizar sus operaciones y generar así un círculo vicioso (Rossini, Quispe y Serrano, 2014, p. 15).

Una de las medidas para contrarrestar ese riesgo, y la dolarización financiera en general, es la aplicación de tasas de encaje diferenciadas para depósitos en moneda nacional y extranjera. El objetivo es reducir el riesgo de liquidez que está asociado a la dolarización (disminución y hasta pausa de financiamiento externo del sistema financiero). En ese sentido, se aplican tasas de encaje superiores a depósitos en dólares, y todavía tasas mayores a pasivos externos de corto plazo (liquidez proveída por bancos extranjeros). Adicionalmente, se tiene en cuenta la fuente de los riesgos y la estructura de pasivos de las empresas financieras. Así, para el caso de depósitos de no residentes, el requerimiento de encaje llegó a ubicarse en 120 por ciento, con lo que el incentivo para ofrecer intereses en este tipo de depósitos desaparece (Rossini, Quispe y Serrano, 2014, p. 15).

La intervención cambiaria y los requerimientos de encaje son las herramientas principales para la acumulación de reservas internacionales. Estas permiten que el BCRP pueda continuar con su política cambiaria y proporcionan los fondos en moneda extranjera en el caso extremo de que el BCRP tenga que actuar como prestamista de emergencia al sistema financiero ante una salida abrupta de capitales externos (Rossini, Quispe y Serrano, 2014, p. 16). En esta sección, cabe señalar que una menor intervención cambiaria disminuiría la necesidad de mantener reservas internacionales. Luego, ese dinero volvería al sistema financiero y se contaría con mayor capital para la financiación de más proyectos de inversión, que al final se ven reflejados en el crecimiento del producto bruto interno.

3.4. Inflación y dolarización financiera

Hasta ahora se han mencionado las políticas internas destinadas a reducir la dolarización financiera de la economía peruana. Cabe notar que estas también responden a cambios en la economía mundial (entrada de capitales ante tasas de interés globales cercanas a cero o negativas, mayor apetito por riesgo de los inversionistas, entre otros). Por lo tanto, el ritmo de desdolarización depende de sucesos que están fuera de control de la autoridad monetaria y de las políticas que esta aplique. Las políticas macro prudenciales mencionadas (intervención cambiaria y requerimientos de encaje diferenciados) se enfocan en mitigar los riesgos de la dolarización.

Sin embargo, mantener una inflación controlada es fundamental para intentar desdolarizar cualquier economía. En esa línea, la adopción del régimen de metas de inflación por parte del BCRP ha sido crucial en lograr dicha meta, y ha contribuido enormemente a que el país pueda experimentar una desdolarización sostenida, incluso durante el período de crisis y post crisis del 2008 (Catão y Terrones, 2016, pp. 129, 136-141).

García-Escribano (2011, pp. 34-35) encuentra que el desarrollo del mercado de deuda en soles ha sido importante en promover la desdolarización. Para lograr esto, el régimen de metas de inflación también jugó un rol importante, pues solo a partir de un escenario con inflación controlada se podía esperar que el mercado de deuda en moneda local despegue. Adicionalmente, la política fiscal conservadora implementada luego del período hiperinflacionario contribuyó reduciendo la considerablemente la deuda pública. Ergo, se logró estabilidad macroeconómica, y posteriormente la deuda soberana adquirió el deseado grado de inversión. Con mayor espacio para manejar la deuda, se pudo emitir bonos de largo plazo en soles nominales, lo que facilitó que las empresas hagan lo mismo, reduciendo la dolarización. Algunos eventos globales contribuyeron a que inversionistas extranjeros se encuentren interesados en la deuda soberana peruana. Se destacan el crecimiento de la liquidez global (*quantitative easing* y tasas de interés históricamente bajas) y la caída en la volatilidad de los mercados, que incrementó el apetito por riesgo de los inversionistas (Catão y Terrones, 2016, pp. 140-142). Siguiendo a estos autores, la mejor forma de desdolarizar la economía es manteniendo la estabilidad macroeconómica a través de políticas creíbles (como el régimen de metas de inflación). El resto de políticas macroprudenciales termina siendo un impuesto a la intermediación financiera. La intervención cambiaria, premia a los agentes que toman riesgo cambiario y que no se cubren, pues la reducción de la volatilidad del tipo de cambio incrementa el costo de hacerlo.

3.5. Inflación y dolarización real

La dolarización real se refiere a que las transacciones se realicen en moneda extranjera en lugar de la nacional. Es decir, el sol también ha perdido parte de su función como medio de cambio frente al dólar. Si bien es cierto que la dolarización financiera se ha ido reduciendo (véase Anexo 1), la dolarización real se mantenía alrededor de 60% en 2017. Ello constituye un riesgo, pues se genera un mecanismo de traspaso del tipo cambio a los precios domésticos (Contreras et al, 2017, p. 43).

El régimen de metas de inflación no solo tiene como objetivo que la inflación se encuentre dentro del rango meta, sino que también pretende anclar las expectativas de inflación alrededor de la meta de inflación. Por ello, si es que el efecto traspaso termina afectando las expectativas de los

agentes, entonces afecta seriamente a la parte más importante de la estabilidad macroeconómica lograda en los últimos años.

Una de las razones por la que la dolarización persiste es porque el sistema de pagos se ha adaptado a operar con dos monedas. Por lo que no es complicado que los agentes económicos puedan migrar de la moneda local a la extranjera, tanto dentro como fuera del sector financiero formal. La apertura comercial de los últimos años implica que se tengan más exportaciones, consecuentemente, la mayoría de ingresos de las empresas de sectores de exportación (pesca, minería o agricultura) se encuentran denominados en dólares. Sin embargo, Contreras et al. (2017, pp. 48-49) encuentran que más de la mitad de empresas no financieras tienen contratos de venta en dólares. De acuerdo a sus hallazgos, en promedio, el 53.1% de ingresos de esas empresas corresponden a ventas dólares. Incluso el sector servicios, que se enfoca en el consumo interno, tiene más del 50% de ingresos en moneda extranjera.

Por el lado de los costos, los insumos y la deuda presentan los mayores ratios de dolarización. En promedio, el 53.6% del gasto en insumos se hace en moneda extranjera. Es difícil disminuir ese ratio, pues las importaciones se denominan en dólares, y es difícil que las empresas peruanas tengan suficiente poder de mercado como para pedir a sus contrapartes que cambien a soles. Por ende, el BCRP concentra sus esfuerzos en reducir la dolarización financiera (Contreras et al. 2017, pp. 49-50). A pesar de que las empresas no financieras todavía mantienen niveles altos de costos financieros dolarizados, estas deberían ser capaces de mitigar dicho riesgo por su cuenta. El descalce cambiario (financiero) es una decisión independiente de los agentes, saben que están expuestos a las fluctuaciones del tipo de cambio y aceptan el riesgo cuando optan por tomar deuda en dólares teniendo activos e ingresos en soles. A nivel individual, es probable que las empresas no tomen en cuenta el riesgo macroeconómico que representan sus descalces agregados, y ahí se justifica la intervención del BCRP. Sin embargo, la intervención también contribuye a que los agentes no se esfuercen por reducir sus descalces (no internalizan todo el riesgo cambiario) y no permite atacar el problema de fondo, que es la dolarización.

Las variaciones del tipo de cambio representan riesgos, pero estos se pueden “autorregular”, pues una depreciación de la moneda nacional favorece a las exportaciones y el efecto sobre la brecha del PBI puede terminar siendo positivo. Sin embargo, con una economía parcialmente dolarizada, los riesgos del efecto hoja de balance pueden materializarse antes de que el tipo de cambio absorba un choque externo negativo (Armas, 2016, p. 73). Por ende, es importante reducir la dolarización para que el tipo de cambio cumpla ese rol (actuar como un *buffer* ante la volatilidad del tipo de cambio).

3.6. Uso de derivados financieros en Perú

El manejo de las finanzas corporativas de las empresas tiene que considerar el riesgo cambiario si es que se mantiene algún descalce de monedas. Una forma efectiva de la gestión de ese riesgo es a través del uso de derivados de cobertura. La administración inadecuada de este puede causar problemas de solvencia. En el caso de la depreciación de la moneda nacional, el valor de los pasivos en moneda extranjera se incrementa (efecto hoja de balance), lo que reduce el valor del patrimonio y amenaza la continuidad del negocio. Efectivamente, utilizando datos empíricos, episodios de depreciación del sol afectan negativamente a los resultados de las empresas que operan en el país, especialmente en aquellas que tienen descalces cambiarios que no están cubiertos por derivados. El uso de esos instrumentos puede ser complicado para ciertas empresas, de hecho, las que no tienen experiencia utilizando derivados, difícilmente adoptan estrategias de cobertura (Humala, 2019, pp. 13-14).

Las empresas no financieras más grandes y complejas cuentan con equipos completos dedicados a la gestión de riesgos financieros, por lo que se espera que sean estas las que tienen estrategias de cobertura porque entienden y pueden costear derivados financieros. Por otro lado, las empresas medianas y más pequeñas pueden tener problemas definiendo y ejecutando una estrategia de cobertura por desconocimiento (no cuentan con los recursos humanos necesarios) o costo (ante la previsión de que la volatilidad del tipo de cambio es atenuada por el BCRP, utilizar derivados financieros se vuelve más caro). Los bancos tienen divisiones dedicadas a empresas medianas, por lo que tienen la capacidad de establecer relaciones de negocios que vayan más allá de préstamos y la gestión de planillas. Existe potencial si es que se logra educar a las divisiones de finanzas de estas empresas y se reduce la intervención cambiaria (incrementando la volatilidad del tipo de cambio), pues en dicho escenario las estrategias de cobertura con derivados financieros son beneficiosas para las empresas y los bancos.

4. CONCLUSIONES

La estabilidad macroeconómica de la economía peruana es reconocida a nivel mundial y es muy importante para que inversionistas internacionales mantengan capital invertido en el país. El manejo adecuado de la inflación ha sido crucial para llegar a lograr esa estabilidad, y es ampliamente aceptado que la adopción del régimen de metas de inflación fue la elección correcta, pues afecta de manera positiva a diversos problemas del sistema monetario, tales como la dolarización y el desarrollo del mercado de capitales en moneda local. Mantener una inflación baja y predecible es una condición necesaria para cualquier intento creíble de desdolarización. El BCRP ha logrado construir credibilidad, a tal punto que las expectativas de inflación se encuentran ancladas alrededor de la meta de inflación.

La dolarización financiera en el Perú todavía se mantiene y, a través de distintos mecanismos, afecta a la forma en que opera la política monetaria. Así, es una de las mayores amenazas a la estabilidad del sistema financiero, y por ende, a la estabilidad macroeconómica. El BCRP ha reconocido esto rápidamente y ha implementado con éxito políticas destinadas a reducir el ratio de dolarización. Además, también ha dispuesto de medidas que se enfocan en mitigar los riesgos de este fenómeno.

La intervención cambiaria se puede distinguir como una política destinada a mitigar riesgos. Durante la revisión de literatura se encontró que los autores sostienen la necesidad de mantener activa esa medida para prevenir el gatillamiento del efecto hoja de balance en empresas no financieras. Se busca reducir la volatilidad del tipo de cambio y que los agentes económicos no sufran pérdidas considerables por la aparición de períodos de apreciación o depreciación del sol sorpresivos o no fundamentados (volatilidad excesiva en el corto plazo causada por eventos fortuitos no duraderos).

El problema de fondo es la dolarización, así que la política monetaria y macro prudencial debería preferir aquellas medidas que no contradigan el objetivo superior de desdolarización. Ese no es el caso de la intervención cambiaria, pues se ha constatado que la volatilidad del tipo de cambio se encuentra dentro de los factores que explican la desdolarización financiera experimentada hasta ahora. Por lo tanto, reducirla artificialmente no ataca el problema principal, sino que solo atenúa los riesgos de esta.

Incluso si es que el riesgo a escala macroeconómica es tan grande que la intervención cambiaria se hace necesaria para evitar el colapso de empresas descalzadas, el deterioro de las carteras de activos del sistema financiero, y en el extremo, el recorte de financiamiento externo para los bancos, la intervención incentiva con mayor firmeza la dolarización. Los agentes pueden percibir que el BCRP no tiene otra salida más que intervenir para protegerlos, se premia una conducta indeseada (dolarización) y se castiga a los que siguen medidas preventivas para cubrir sus riesgos (uso de derivados financieros), pues se incrementa el costo de cobertura.

Es claro que la solución de mercado requiere que los agentes internalicen todos sus riesgos y que enfrenten las pérdidas de no hacer nada por gestionarlos. La protección ofrecida por la intervención cambiaria desalienta el manejo activo del riesgo provocado por descalces de monedas. En esa línea, para realizar ese tipo de administración, es necesario que el mercado de derivados sea más profundo y activo (demanda por parte de empresas más pequeñas y menos complejas, y las que se enfocan en el mercado interno). Tanto bancos como empresas no

financieras pueden ser beneficiados con la reducción (y futura eliminación) de la intervención cambiaria.

Por el momento, no parece que el BCRP vaya a cambiar su postura con respecto a la intervención, puesto que prefiere disminuir el riesgo de hoja de balance. Luego de la experiencia exitosa de manejo de riesgos durante y después de la crisis financiera, tienen un punto a favor para defender la importancia de la intervención junto con otras medidas no convencionales. Sin embargo, las condiciones financieras del mundo han ido cambiando, por lo que es necesario que las empresas sean capaces de soportar cambios en el sentimiento de los inversionistas por sí mismas. Cada crisis nueva trae consigo riesgos (ya consumados) nuevos y que no eran tomados en cuenta por la política del momento.

Futuras líneas de investigación sobre este tema pueden hacer estudios comparativos con economías relativamente parecidas a la peruana, entre ellas destacan los miembros de la Alianza del Pacífico. Además, se tendría que hacer un análisis más profundo del uso de derivados y de las condiciones que se requieren para que sean más demandados por empresas que aún no los utilizan.

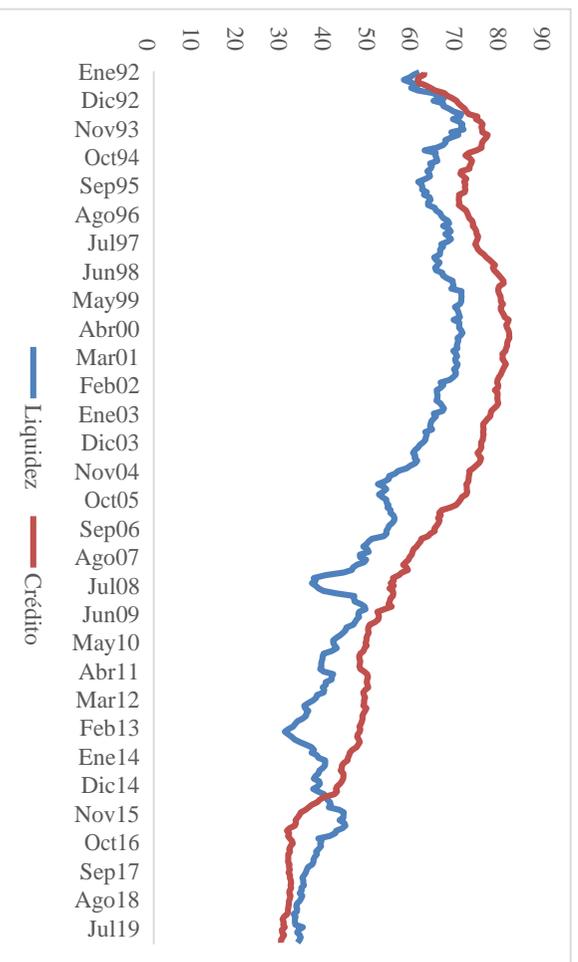
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Armas, A. (2016). "Dolarización y Desdolarización en el Perú", en Yamada G. y Winkelried, D. (eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú: Homenaje a Julio Velarde*, Lima: Universidad del Pacífico, capítulo 3, pp. 61-94.
- Catão, M. L., & Terrones, M. M. (2016). "Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience", en Yamada G. y Winkelried, D. (eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú: Homenaje a Julio Velarde*, Lima: Universidad del Pacífico, capítulo 5, pp. 121-144.
- Contreras, A., Quispe, Z., Regalado, F., & Martínez, Y. M. (2017). Dolarización real en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, 43.
- Durán-Vanegas, J. (2016). Un análisis de la efectividad de las intervenciones cambiarias en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, (31), 45-57.
- García-Escribano, M. (2011). Factores que impulsan la desdolarización en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, 21(1), 23-40.
- Humala, A. (2019). *Corporate earnings sensitivity to FX volatility and currency exposure: evidence from Peru* (DT No. 2019-021).
- Humala, Alberto, and Gabriel Rodríguez. "Foreign exchange intervention and exchange rate volatility in Peru." *Applied Economics Letters* 17.15 (2010): 1485-1491.
- Morán, M. (2018). El rol de la intervención cambiaria en la reducción de los riesgos de la dolarización financiera. *Revista Moneda*, (175), 11-16.
- Oré, E., Pardo, R., Contreras, A., Ortiz, M., & Castillo, P. (2018). Taxonomía de la desdolarización del crédito. *Revista Moneda*, (174), 4-8.
- Rossini, R., Quispe, Z., & Rodríguez, D. (2013). Flujo de capitales, política monetaria e intervención cambiaria en el Perú. *Revista Estudios Económicos del BCRP*, 25.
- Rossini, R., Quispe, Z., & Serrano, E. (2014). Intervención cambiaria en el Perú: 2007 a 2013. *Revista Estudios Económicos*, 27(27), 9-24.

Rossini, R., Vega, M., Quispe, Z., & Pérez, F. (2016). Expectativas de inflación y dolarización en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, 31, 71-84.

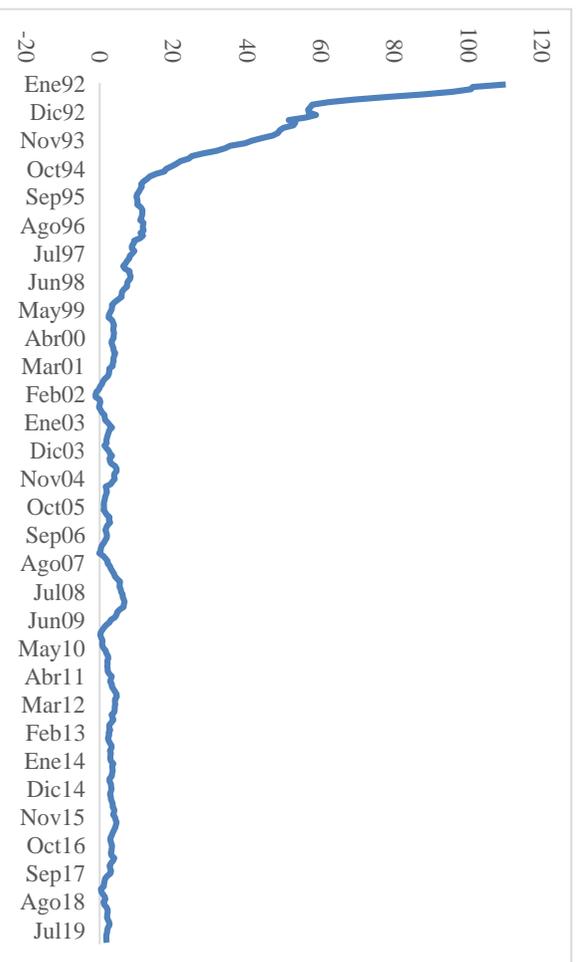
ANEXOS

Anexo 1: Evolución del ratio (%) de dolarización de liquidez y crédito del sistema bancario



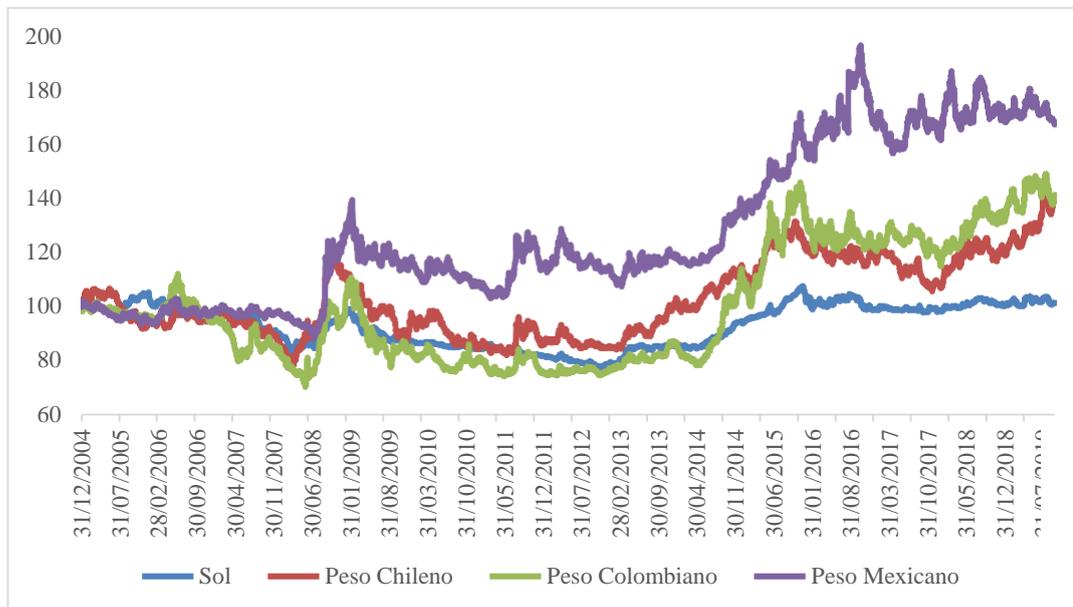
Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Anexo 2: Índice de precios Lima Metropolitana (var %, 12 meses)



Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Anexo 3: Evolución y volatilidad del tipo de cambio de las economías miembro de la Alianza del Pacífico (TC 31/12/2004 = 100)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

	Coefficiente de Variación (31/12/2004 - 19/01/2020)
Sol	0.08407
Peso Chileno	0.13812
Peso Colombiano	0.21761
Peso Mexicano	0.22502

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.