

# Dolarización y DESCALCES CAMBIARIOS

ALEX CONTRERAS\*

El Perú fue el primer caso de implementación del Régimen de Metas Explícitas de Inflación (RMEI) en un contexto de dolarización de la economía. En el año 2002, cuando se adoptó este esquema de política monetaria, la dolarización de la liquidez y de los créditos era de 67 y 77 por ciento, respectivamente. Aunque la dolarización puede crear ciertas fricciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, en el caso peruano, la evidencia muestra que sí es posible una implementación exitosa del RMEI, aunque ello implique mayores retos en el diseño de la política monetaria (uso activo de requerimientos de encaje y otros instrumentos macro prudenciales, intervención cambiaria y otros).

\* Jefe del Departamento de Indicadores de la Actividad Económica  
alex.contreras@bcpr.gob.pe

## METAS DE INFLACIÓN Y DESDOLARIZACIÓN

Desde que el Banco Central adoptó el esquema de metas de inflación, la dolarización financiera de la economía se ha reducido significativamente, tanto a nivel de pasivos como de activos del sistema financiero (ver Gráfico 1).

Entre los factores que más contribuyeron a este proceso destacan la mayor estabilidad macroeconómica reflejada en menores tasas de inflación y el ordenamiento de las cuentas fiscales, la introducción de políticas prudenciales, que permitieron que las instituciones financieras interiorizaran el riesgo de monedas (administración de requerimientos de encajes, entre otros) y el desarrollo progresivo del mercado de capitales en moneda nacional (García Escribano, 2010).

Aunque la desdolarización de la economía ha sido tendencial y ha reflejado la mayor confianza de los agentes económicos en el Nuevo Sol, este proceso no ha estado exento de periodos de estancamiento o incluso de re-dolarización de la economía. Se observa que el proceso de desdolarización del crédito ha sido más persistente y estable que la desdolarización de la liquidez, la cual ha mostrado mayor volatilidad y en algunos episodios ha tendido a dolarizarse rápidamente. Por ejemplo, durante la crisis financiera 2008-2009, la dolarización de la liquidez se incrementó en seis puntos porcentuales, en tanto que el crédito continuó desdolarizándose, aunque a un menor ritmo (ver Gráfico 2).

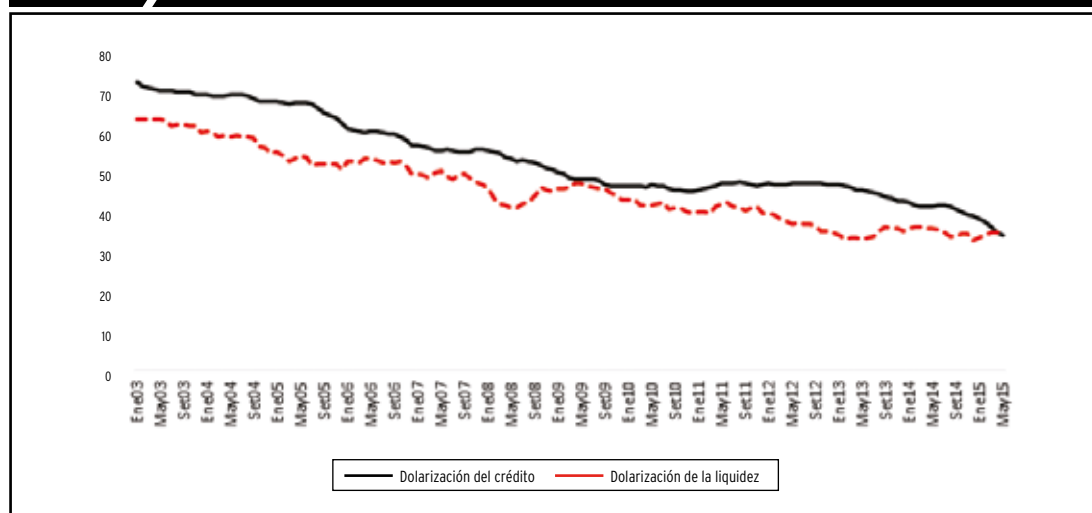
Lo anterior refleja el ajuste rápido en la composición por monedas de los depósitos que realizan los agentes económicos, con la finalidad de obtener ganancias derivadas de las variaciones del tipo de cambio. En los datos se observa que los cambios en la dolarización de la liquidez son más volátiles que el de los créditos y que estos están correlacionados

positivamente con las variaciones del tipo de cambio. Asimismo, los cambios en la dolarización del crédito muestran una correlación negativa con la variación del tipo de cambio, lo que podría reflejar reestructuraciones de pasivos de parte de los agentes, con la finalidad de reducir pérdidas cambiarias (ver Gráfico 3).

## LA PERSISTENCIA DE LA DOLARIZACIÓN

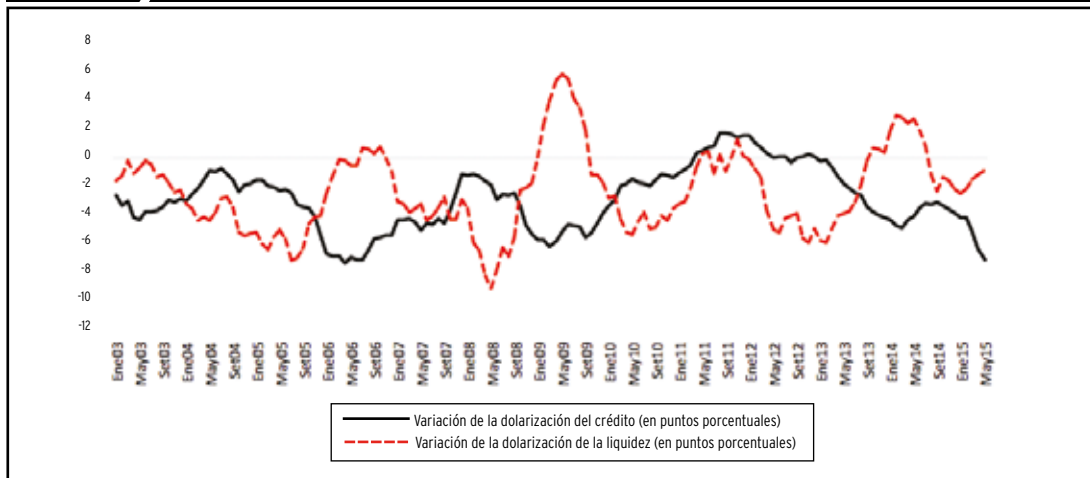
A pesar de que la dolarización de la economía se ha reducido notablemente, todavía se mantiene en niveles altos. La dolarización, que comenzó como un mecanismo de protección de la riqueza ante la inestabilidad de la moneda nacional, se ha mantenido a pesar de que actualmente la inflación es más baja y más estable. Esta persistencia de la dolarización ha llevado a que la economía y las tecnologías relacionadas a transacciones se hayan adaptado a coexistir con dos monedas. En el Perú por ejemplo, no existen restricciones para la apertura de depósitos en dólares, los cajeros automáticos están adaptados para retirar soles y dólares, es relativamente fácil poder acceder al mercado de cambios, tanto formal como informal, y hay activos de largo plazo que aún se transan en dólares (viviendas, automóviles, maquinarias, entre otros). Por el lado de la producción de bienes y servicios, hay una parte importante de los costos de las empresas que todavía se encuentran preferentemente vinculadas a la moneda extranjera. Así, según la información de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP llevada a cabo en julio de 2015, las remuneraciones y los gastos administrativos de las empresas continúan vinculados principalmente al Nuevo Sol, en tanto que los gastos financieros y la compra de materias primas están mayormente vinculados a la moneda extranjera. En el caso de la compra de materias

GRÁFICO 1 ■ Coeficiente de dolarización de las sociedades de depósito\*/



\*/ Calculado con el tipo de cambio de junio de 2015.  
Fuente: BCRP, elaboración propia.

**GRÁFICO 2** Variación en el coeficiente de dolarización de las Sociedades de Depósito de respecto a similar periodo del año anterior\*



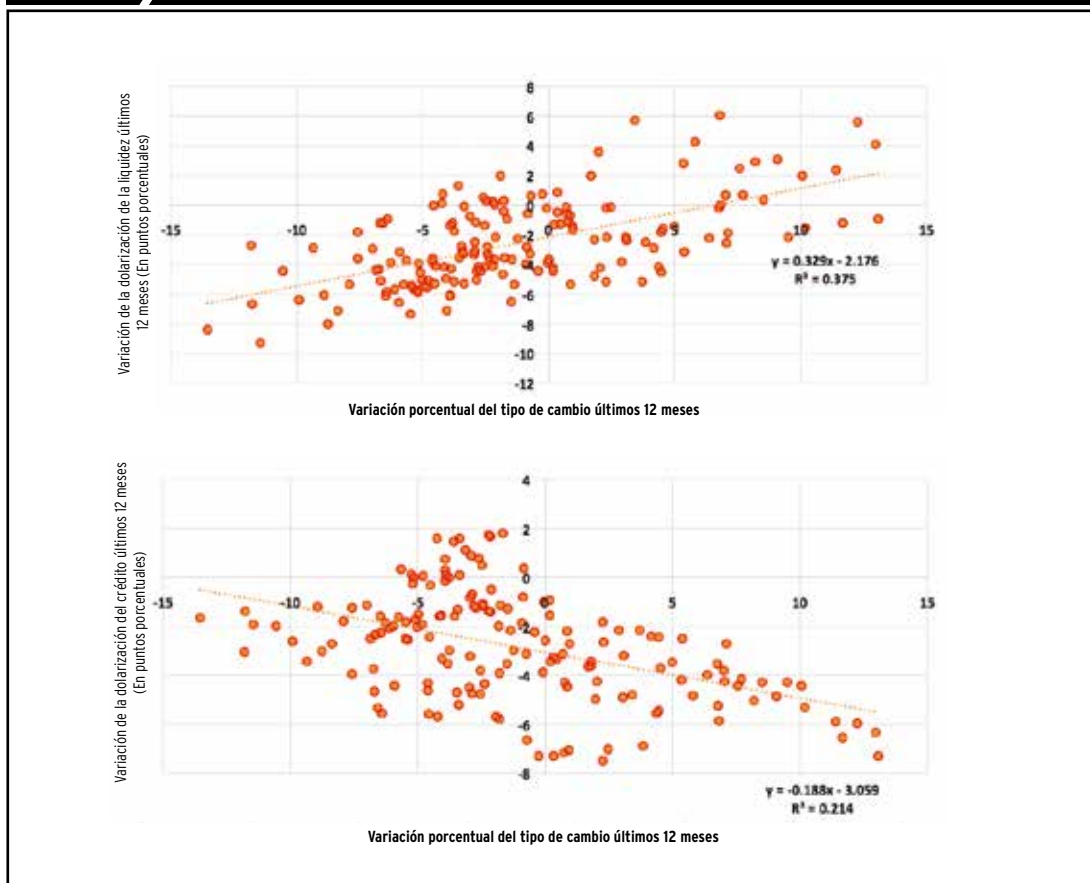
\*/ Calculado con el tipo de cambio de junio de 2015.  
 Fuente: BCRP, elaboración propia.

primas, el porcentaje de firmas que transan estos bienes mayormente en moneda extranjera es alto (57 por ciento, ver Gráfico 4), aunque se ha reducido en los últimos años. Esto inevitablemente hace que el *passthrough* del tipo de cambio a la inflación sea más alto y es un factor estructural que puede limitar la continuación del proceso de desdolarización.

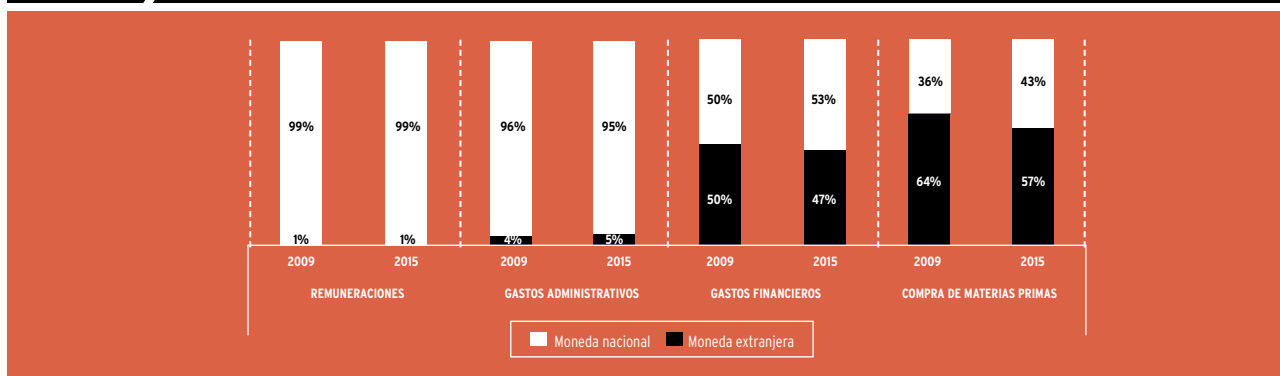
**¿POR QUÉ ES IMPORTANTE QUE LA DES-DOLARIZACIÓN CONTINÚE?**

Una de las razones por la cual es importante que el proceso de desdolarización continúe es la existencia de descalces cambiarios: muchas empresas y familias se encuentran actualmente expuestas al riesgo cambiario. Sus activos y pasivos en moneda extranjera no están calzados, esto los expone a que

**GRÁFICO 3** Variación de la dolarización de la liquidez y el crédito versus variación del tipo de cambio



**GRÁFICO 4** ■ ¿A qué moneda se encuentran preferentemente vinculados los siguientes componentes de sus gastos? (Como porcentaje de las empresas que respondieron)



las fluctuaciones al alza o a la baja del tipo de cambio les generen pérdidas. Si la diferencia de los pasivos y activos en dólares es positiva (o negativa) fluctuaciones al alza (a la baja) del tipo de cambio generarán pérdidas. Empresas con elevados niveles de descalce cambiario pueden llegar a quebrar si las pérdidas superan el patrimonio.

Pero, ¿qué tan importante son los descalces cambiarios desde la perspectiva de las hojas de balance de las firmas? En la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas de julio ya mencionada, se incluyó una pregunta sobre los activos y pasivos en dólares respecto a los activos totales. Lo que se puede notar a partir de los resultados de la encuesta es que todavía hay empresas del sector real que mantienen descalces cambiarios y están expuestas a la depreciación o a la apreciación de la moneda. De una muestra de 333 empresas, el 22 por ciento de empresas tienen calzados sus activos y pasivos, el 19 por ciento presenta descalces cambiarios, pero utilizan algún tipo de cobertura en el mercado de derivados y el 59 por ciento de las empresas están expuestas al riesgo cambiario, es decir, tienen descalces cambiarios en sus hojas de balance y no utilizan algún tipo de cobertura cambiaria (ver Cuadro 1).

Se observa, además, mucha heterogeneidad en la distribución de los descalces cambiarios en las firmas del sector real, siendo cero el valor más frecuente (lo que implica un calce exacto de activos y pasivos) y hay también empresas con elevados descalces cambiarios positivos o negativos (ver Gráfico 5).

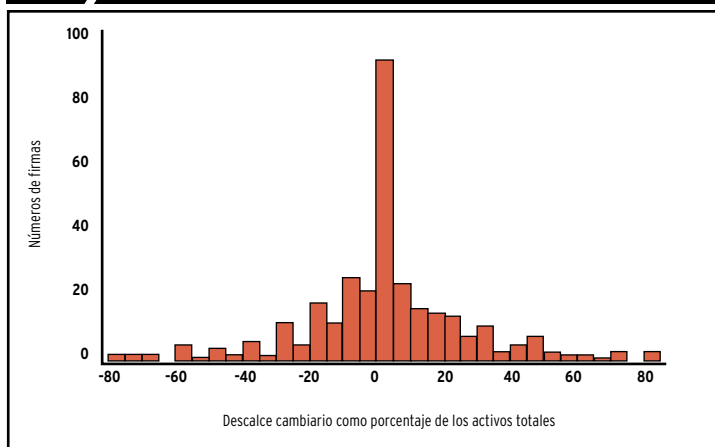
Considerando sólo las empresas que tienen descalces positivos y que, además, no usan derivados, el descalce promedio de las empresas del sector real es de 21,6 por ciento como porcentaje de los activos totales y en el caso de aquellas que presentan un descalce negativo y no usan coberturas cambiarias, se encontró que el descalce promedio es de -22,3 por ciento (ver Cuadro 2).

Tomando en cuenta que desde que se implementó el régimen de metas de inflación las variaciones mensuales máximas y mínimas del tipo de cambio fueron 4,6 y -5,4 por ciento (ver Gráfico 6), respecti-

**CUADRO 1** ■ Descalces cambiarios de las empresas del sector real

	Empresas	
	Número	% del total
Sin descalces cambiarios	73	22
Con descalces cambiarios	260	78
- Con cobertura por derivados	64	19
- Sin cobertura por derivados	196	59
Total	333	100

**GRÁFICO 5** ■ Distribución de los descalces cambiarios en empresas del sector real (Activos menos pasivos en dólares como porcentaje de los activos totales)

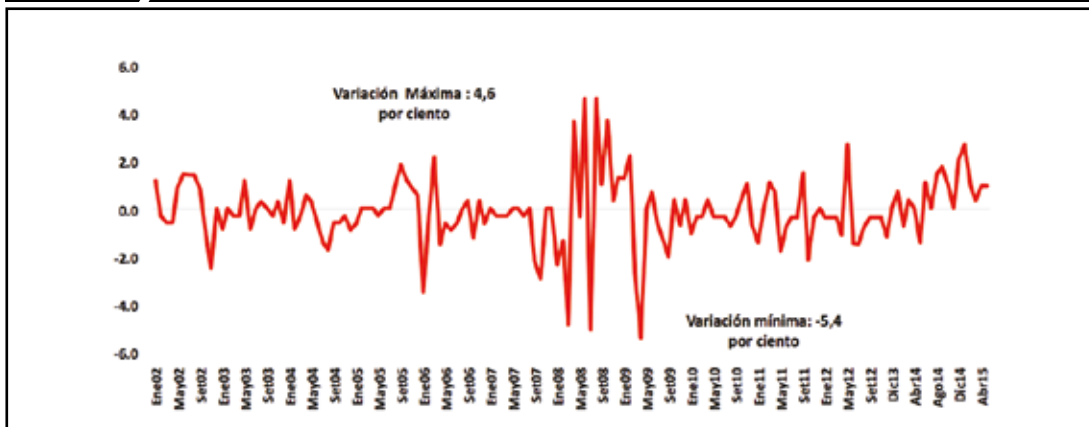


vamente, actualmente los efectos de una apreciación o depreciación cambiaria serían moderados a nivel agregado, aunque en el caso particular de algunas firmas sus efectos podrían ser mayores.

### PROMOVIENDO LA DESDOLARIZACIÓN

Con miras a fortalecer el proceso de desdolarización y hacer menos vulnerable a la economía peruana, en diciembre de 2014, el Banco Central anunció una serie de medidas, las cuales se focalizaron en cuatro frentes: a) proveer liquidez en soles para que las entidades financieras puedan reemplazar los créditos en dólares, b) asegurar una tendencia descendente en

**GRÁFICO 6** Variación mensual del tipo de cambio promedio compra-venta fin de periodo



el volumen del crédito en dólares de las entidades financieras, c) desalentar los depósitos en dólares y, d) reducir la volatilidad cambiaria inducida por movimientos por encima de ciertos parámetros permitidos. Este conjunto de medidas se introdujo sin afectar a las operaciones de comercio exterior ni el financiamiento a largo plazo y han sido efectivas desdolarizando la economía. Así, las empresas del sistema financiero cumplieron con los objetivos de desdolarización antes del tiempo establecido por la norma del BCRP y el proceso de desdolarización se ha reforzado, lo que se ha reflejado en un quiebre en las tendencias de la dolarización del crédito al sector privado (ver Gráfico 7).

**ALGUNAS LECCIONES**

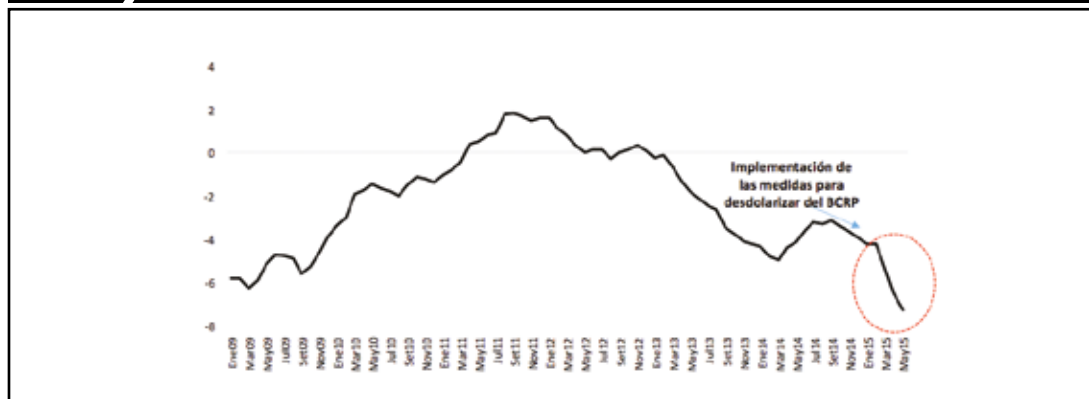
En la actualidad, según reflejan los datos de la Encuesta de Expectativas del BCRP, aún hay empresas del sector real que presentan descalces cambiarios, lo cual hace necesario que se siga promoviendo la desdolarización de la economía a fin de hacerla menos vulnerable a shocks cambiarios. Las medidas del Banco Central han sido efectivas reduciendo la dolarización de la economía. Finalmente, las características de las transacciones y la estructura

**CUADRO 2** Estadísticas descriptivas de los descalces cambiarios (Como % de los activos totales)

	Empresas con descalce cambiario positivo	Empresas con descalce cambiario negativo
Promedio	21,6	-22,3
Mediana	15,0	-17,8
Moda	5,0	-10,0
Desviación estándar	19,5	19,3
Curtosis	0,7	1,1
Coefficiente de asimetría	1,1	-1,3
Rango	79,7	79,4
Mínimo	0,3	-80,0
Máximo	80,0	-0,6
Número de empresas	94	102

de los costos de producción pueden imponer ciertos límites al proceso de desdolarización, a cuánto se puede reducir la dolarización? es una respuesta que sigue pendiente, pero es difícil que pueda ser cero, considerando que buena parte de los insumos que importan las empresas y parte de la canasta del consumidor es dolarizada.

**GRÁFICO 7** Variación en el coeficiente de dolarización del crédito de las sociedades de respecto a similar periodo del año anterior \*/ (En puntos porcentuales)



\*/ Calculado con el tipo de cambio de junio de 2015.