

El rol de la intervención cambiaria en la reducción de los riesgos de la DOLARIZACIÓN FINANCIERA

MARTHÍN MORÁN*

La dolarización financiera genera riesgos para la estabilidad macrofinanciera de la economía, los cuales pueden ser los problemas de liquidez de moneda extranjera o los relacionados al descalce cambiario. En este contexto, el uso de la intervención cambiaria tiene como objetivo prevenir o mitigar dichos riesgos asociados a la dolarización financiera.



* Especialista, Departamento del Programa Monetario
martin.moran@bcrp.gob.pe

DOLARIZACIÓN FINANCIERA EN EL PERÚ¹

La dolarización de la economía ha venido reduciéndose de manera persistente por casi dos décadas (ver Gráfico 1), debido a las medidas y políticas llevadas a cabo por el BCRP, principalmente la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación², que han permitido consolidar una mayor confianza en la moneda nacional.

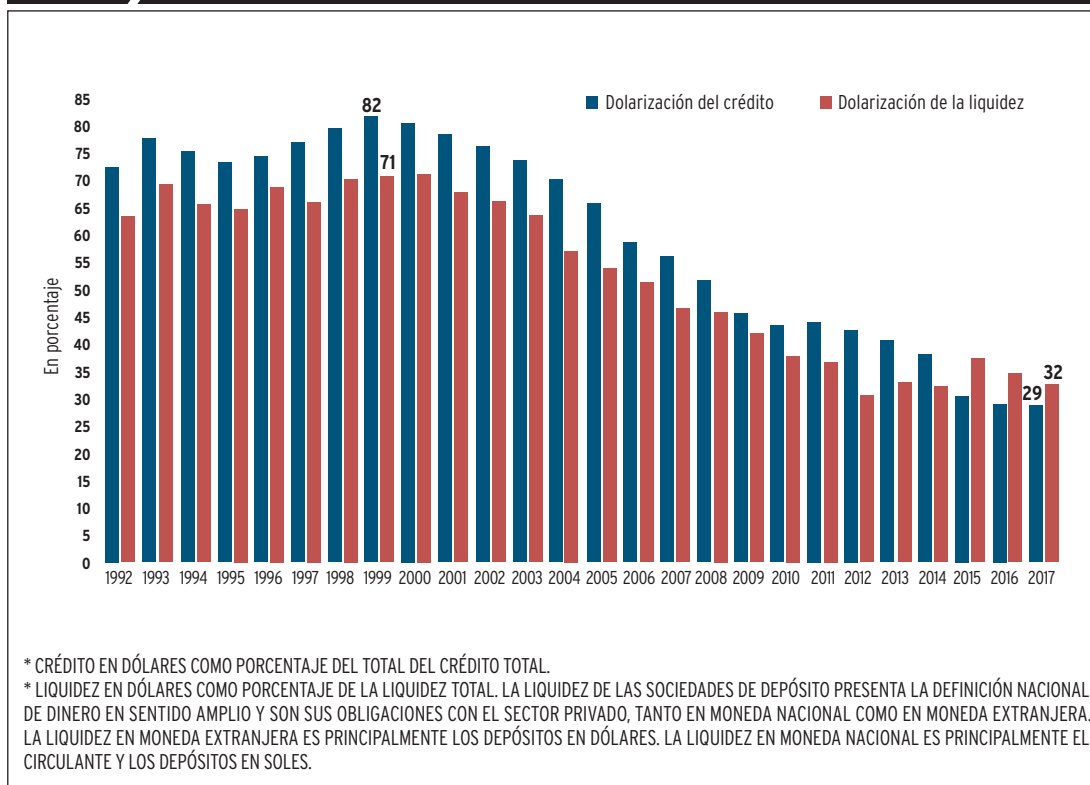
Si bien se espera que esta tendencia a la desdolarización continúe, el nivel de esta todavía es alta. En el caso del crédito, la dolarización es aún mayor si se considera también las fuentes de financiamiento en dólares obtenidas por las empresas a través de los mercados de capitales local e internacional. Por ello, esta dolarización genera riesgos a la estabilidad macrofinanciera de la economía.

RIESGOS DE LA DOLARIZACIÓN FINANCIERA

La dolarización financiera genera dos tipos de riesgos a la economía:

- 1. Riesgo de liquidez en dólares**
Es el riesgo que la economía, y el sistema financiero en particular, no cuente con la cantidad de liquidez en moneda extranjera necesaria para cumplir con sus obligaciones. En el caso de soles, el banco central puede proveer toda la liquidez que el sistema financiero necesite, dado que es el responsable de la emisión primaria de dinero y cumple con la función de prestamista de última instancia. Sin embargo, ello no ocurre así en el caso de dólares³, dado que el BCRP no es prestamista de última instancia en dicha moneda. Ante ello, de no contar con un nivel adecuado de reservas internacionales, una salida abrupta de capitales podría afectar a la estabilidad financiera, al presionar sobre los requerimientos de liquidez en dólares de la banca.
- 2. Riesgo de descalce cambiario o de moneda**
La dolarización financiera genera descalces de moneda⁴ que podrían generar efectos negativos de hoja de balance (*balance sheet effect*).

GRÁFICO 1 ■ Dolarización del crédito* y de la liquidez** de las sociedades de depósito

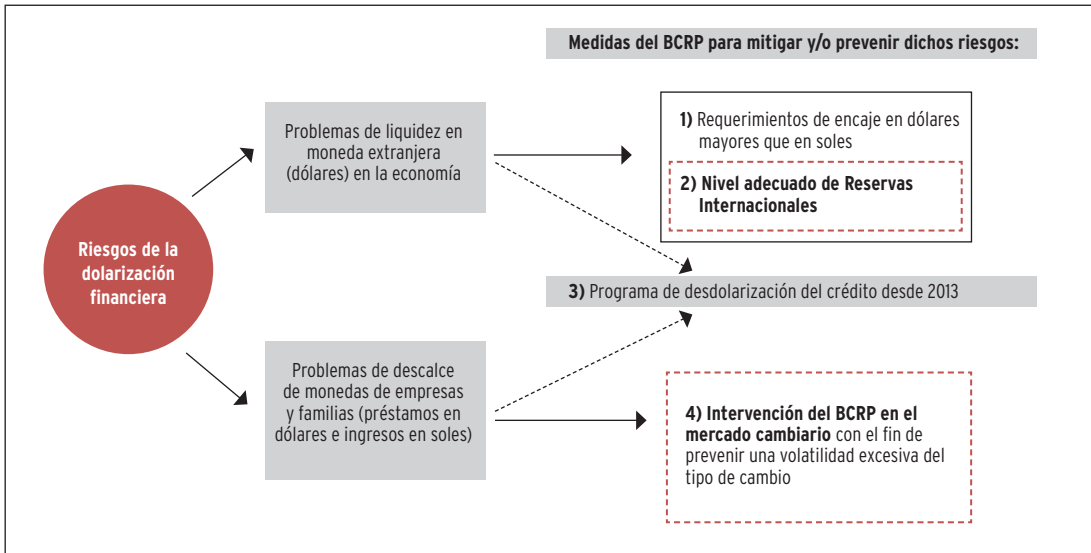


FUENTE: BCRP.

¹ Situación en donde los agentes poseen activos (por ejemplo, depósitos bancarios) y pasivos (por ejemplo, créditos) en dólares.
² Desde el 2002, la política monetaria del BCRP se conduce bajo un esquema de Metas Explícitas de Inflación (*Inflation Targeting*). El objetivo es anclar las expectativas de inflación del público mediante el anuncio de una meta (actualmente rango de 1 a 3 por ciento).
³ El encargado de la emisión de dólares es la Reserva Federal de Estados Unidos.
⁴ Ante una apreciación (depreciación) del sol y de las expectativas de que ello continúe, incrementan (disminuyen) los créditos en dólares y los depósitos en soles. Este movimiento busca aumentar el valor de los activos y disminuir el de los pasivos.

CUADRO 1

Riesgos de la dolarización financiera y medidas del BCRP



El efecto hoja de balance hace referencia al efecto financiero en el cual, ante variaciones del tipo de cambio, se generan cambios en la valoración de los activos y pasivos de los agentes de la economía.

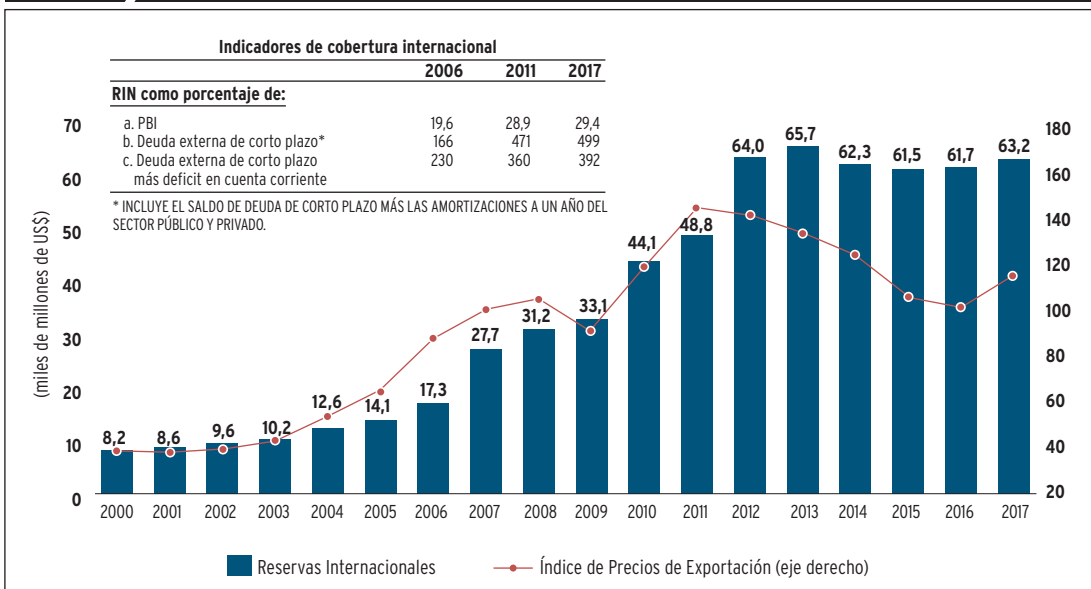
Respecto al descalce de monedas, el principal riesgo asociado a él es que los agentes, con ingresos en soles, incrementen sus préstamos en dólares ante una apreciación del sol, pero con lo cual quedan expuestos ante una reversión del tipo de cambio. Este efecto deteriora el balance de los agentes y, dependiendo de la magnitud, podría gatillar el incremento de

los impagos de los créditos en dólares. Por lo tanto, una rápida y fuerte depreciación del sol podría afectar las condiciones financieras domésticas y, en consecuencia, tener efectos negativos en la actividad económica⁵.

Ante estos riesgos, el BCRP toma medidas para mitigar y/o prevenirlos (Cuadro 1), siendo la intervención en el mercado cambiario parte de un conjunto más amplio de políticas, que tienen como objetivo minimizar los riesgos a la estabilidad macroeconómica asociados a la dolarización financiera que presenta la economía peruana.

GRÁFICO 2

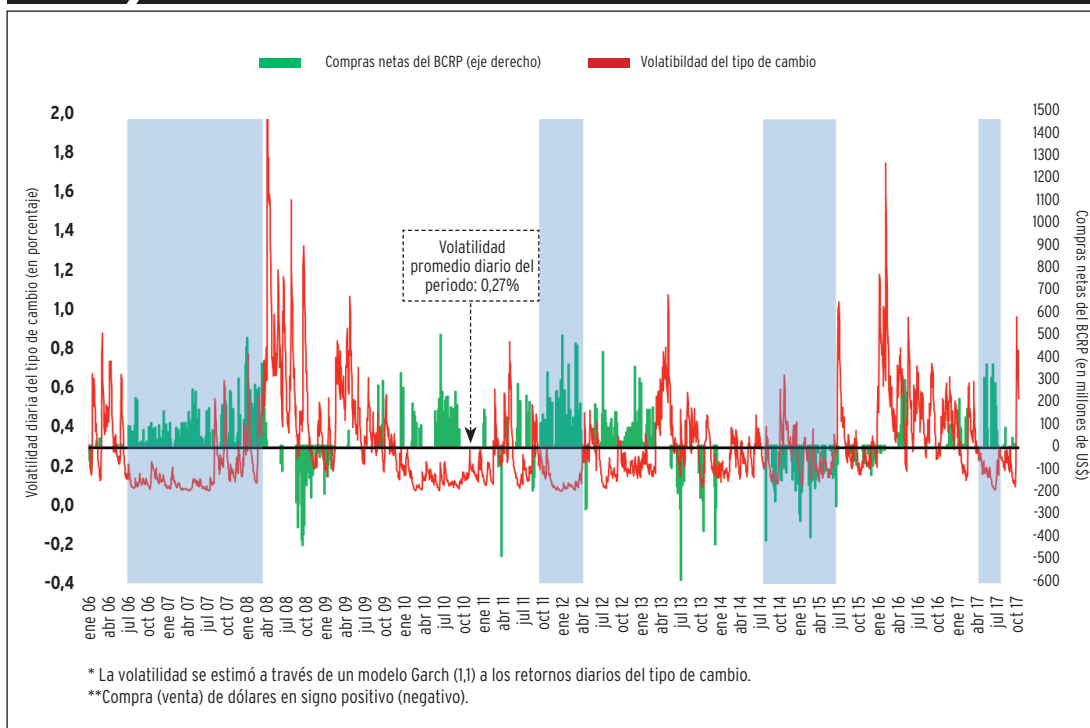
Reservas Internacionales e Índice de Precios de Exportación



FUENTE: BCRP.

⁵ En contraposición al efecto positivo esperado por el lado comercial, que ante una depreciación del sol, la actividad económica se debería ver favorecida a través de las exportaciones netas.

GRÁFICO 3 ■ Volatilidad diaria del tipo de cambio USDPEN* y compras netas del BCRP**



FUENTE: BCRP.

INTERVENCIÓN DEL BCRP EN EL MERCADO CAMBIARIO

Dado el objetivo de reducir y/o mitigar los riesgos de la dolarización financiera en la economía, las razones para intervenir en el mercado cambiario son dos:

I. Acumular reservas internacionales en forma preventiva

Contar con un nivel adecuado de reservas internacionales es un mecanismo de auto-seguro que el BCRP provee a la economía debido al riesgo de liquidez en moneda extranjera, el cual es mayor si la economía presenta dolarización parcial.

En un contexto de aversión al riesgo, los mercados financieros globales no suelen funcionar de forma adecuada y se registran salidas de capitales de economías emergentes, las cuales podrían quedar vulnerables a crisis en caso de no contar con fuentes alternativas de divisas. Ante ello, un nivel adecuado de reservas internacionales es de suma importancia para evitar episodios de crisis, ya que el BCRP podría ofrecer la liquidez en moneda extranjera necesaria. Con dicho objetivo, el Banco Central ha aumentado el nivel de reservas internacionales en los períodos favorables (ver Gráfico 2), donde, por un desempeño positivo de la economía mundial, los precios de las materias

primas se incrementaron y se registró una mayor entrada de divisas al país. Esta acción prudencial del BCRP ha ayudado a reducir la percepción de riesgo y la vulnerabilidad de la economía ante eventuales choques externos negativos.

En la crisis financiera del 2008, un nivel adecuado de reservas internacionales, junto a otras medidas del Banco Central⁶, permitió que la economía peruana no se viera seriamente afectada en dicho entorno global negativo.

II. Reducir la volatilidad del tipo de cambio

La intervención del BCRP en el mercado cambiario tiene como objetivo reducir la volatilidad del tipo de cambio, pero no el de fijar algún nivel en particular sobre dicha variable, ya que ello depende principalmente de factores macroeconómicos fundamentales de la economía local e internacional.

El tipo de cambio puede ser afectado por factores transitorios o permanentes, los cuales no siempre pueden ser diferenciados a priori. Por lo cual, el objetivo de reducir la volatilidad cambiaria busca: (i) si el choque es transitorio, evitar una fluctuación excesiva del tipo de cambio, y (ii) si el choque es permanente, que la trayectoria hacia el nuevo nivel sea en forma gradual y no en ajustes rápidos o con sobre-reacciones del tipo de cambio.

⁶ Reducción de la tasa de referencia y de las tasas de encajes en soles y dólares.

En línea con lo anterior, la intervención en el mercado cambiario también tiene el objetivo de prevenir y mitigar los efectos de hoja de balance. Es por ello que el BCRP interviene para reducir la volatilidad de manera simétrica, tanto en periodos de apreciación como de depreciación.

- **Prevenir los riesgos del descalce cambiario cuando se reduce la volatilidad en periodos de apreciación**

Tiene el objetivo macroprudencial de evitar que el crédito en dólares crezca rápida y no sosteniblemente, basándose solo en las expectativas exacerbadas de los agentes sobre la evolución del tipo de cambio⁷, ante movimientos rápidos y fuertes de apreciación.

- **Mitigar los riesgos del descalce cambiario cuando se reduce la volatilidad en periodos de depreciación**

El objetivo es evitar que se activen los efectos de hoja de balance, ante movimientos rápidos y fuertes de depreciación.

El Gráfico 3 muestra la volatilidad diaria del tipo de cambio y la intervención en el mercado cambiario del BCRP. Se observa que la volatilidad suele reducir, y en muchos casos cae por debajo de su promedio histórico, en los periodos de

intervención, tanto de compra como de venta de dólares (si bien se resaltan algunos periodos como muestra, se puede observar que el resultado es similar en el resto de periodos de intervención).

Adicionalmente, para poner estos resultados en forma relativa, se compara la volatilidad del sol con respecto a la volatilidad de las monedas de nuestros pares de Latinoamérica. Para ello, se estiman las medidas de volatilidad conocidas como “betas”⁸.

El parámetro beta (β) captura la volatilidad de los activos financieros, en forma relativa, con respecto a la de todo su mercado. En este caso, se busca obtener la volatilidad de una moneda (el sol) o grupo de monedas (Latam) con respecto a la de todo el mercado *Forex*⁹. La fórmula es:

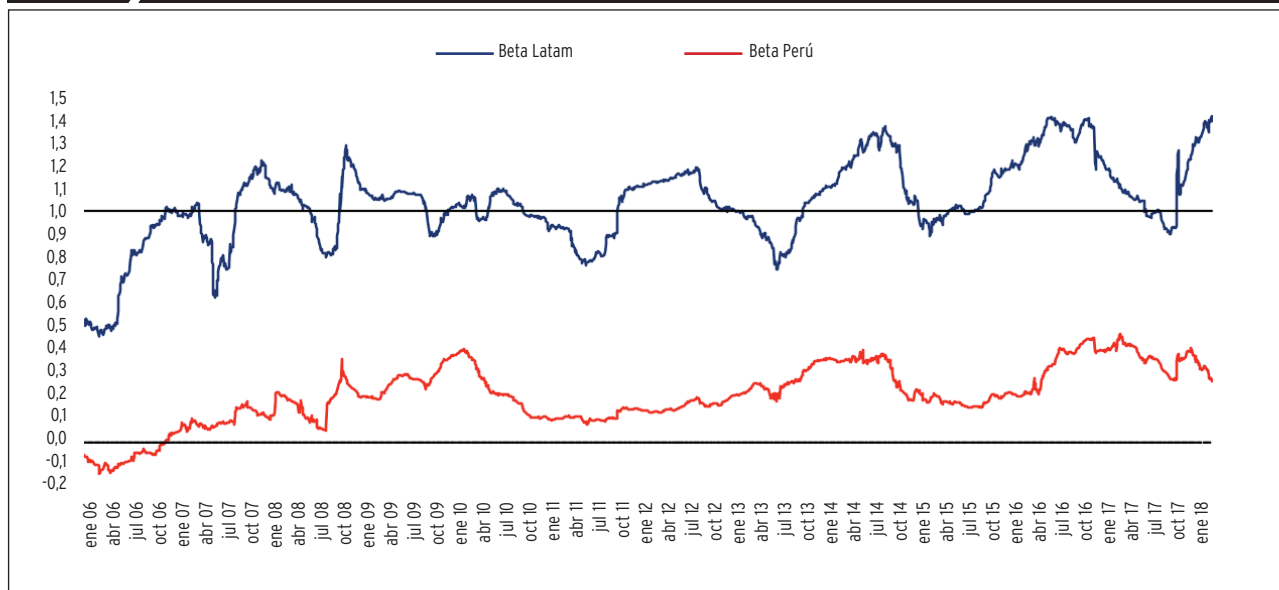
$$\beta = \frac{Cov(i, M)}{Var(M)}$$

Donde “*i*” es la variación porcentual de una moneda (el sol) o grupo de monedas (Latam), mientras que “*M*”, la de todo el mercado *Forex*.

Los valores obtenidos para beta se interpretan de la siguiente forma:

- Si $\beta > 1$; la volatilidad es mayor que la del mercado.
- Si $0 < \beta < 1$; la volatilidad es menor que la del mercado.

GRÁFICO 4 ■ Betas* estimados para el mercado cambiario: Latam y Perú



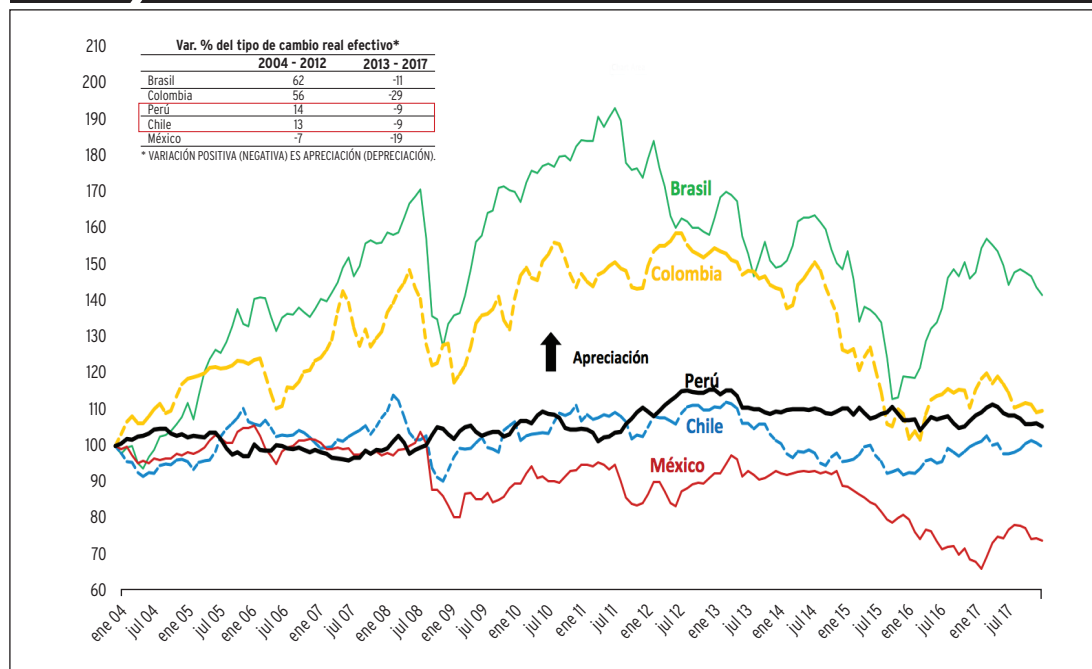
* ESTIMADOS EN PERIODOS MÓVILES ANUALES.
FUENTE: BLOOMBERG Y BCRP.

⁷ Creer que el tipo de cambio seguirá cayendo después de una fuerte caída y viceversa.

⁸ Esta medida es ampliamente usada para las acciones en los mercados bursátiles, pero aquí se trata de aplicar dicho concepto para el mercado cambiario (*Forex*).

⁹ Para tener una estimación del total del mercado *Forex* se creó un índice con una muestra de 26 monedas, todas con respecto al dólar y con igual ponderación, tanto de economías desarrolladas y emergentes, y de diferentes regiones. Para el caso de Latam se creó un índice similar, pero solo usando las monedas de México, Brasil, Chile y Colombia.

GRÁFICO 5 Índice de tipo de cambio real efectivo (Enero 2004 = 100)



FUENTE: BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (BIS, POR SUS SIGLAS EN INGLÉS).

El Gráfico 4 muestra los resultados de los betas estimados, con una ventana móvil de un año, para el sol y las principales monedas de Latinoamérica. En él se observa que el beta de estas últimas fluctúa alrededor de 1, lo cual indica que dichas monedas presentan en promedio una volatilidad similar a la de todo el mercado *Forex*. Sin embargo, la volatilidad del sol siempre ha sido menor.

Por otro lado, con respecto a la efectividad de la intervención cambiaria del BCRP, diferentes investigaciones respaldan el resultado favorable de sus objetivos¹⁰. Junto a otros estudios donde se encuentra que regímenes cambiarios como los del sol peruano, el tipo de cambio es la variable capaz de absorber los choques externos como en un régimen de flotación completa (lo cual favorece a los ajustes del sector externo de las economías), pero con menores probabilidades de caer en crisis¹¹.

Por lo tanto, esta menor volatilidad del tipo de cambio no afecta la flexibilidad del tipo de cambio real para ajustarse a cambios importantes en las condiciones externas, como cambios en la evolución de los términos de intercambio o en los flujos de capitales. Es por ello que el tipo de cambio real efectivo¹² para el Perú se apreció 14 por ciento entre 2004 y 2012 ante la evolución positiva de los precios de los *commodities*, pero se depreció 9 por ciento entre 2013 y 2017 ante condiciones externas

menos favorables, variaciones similares a las que registró el tipo de cambio real efectivo para Chile.

CONCLUSIÓN

La intervención del BCRP en el mercado cambiario tiene un objetivo macroprudencial, y forma parte de un conjunto más amplio de medidas que sirven para prevenir y mitigar los riesgos de la dolarización financiera.

Los objetivos de la intervención son: (i) acumular reservas en forma preventiva para que el BCRP pueda proveer liquidez en dólares ante eventuales periodos de estrés, y (ii) reducir la volatilidad del tipo de cambio, sin buscar fijar algún nivel sobre dicha variable, para evitar los efectos negativos en la hoja de balance de los agentes de la economía.

BIBLIOGRAFÍA:

- **Renzo Rossini, Adrián Armas y Zenón Quispe (2014)**. "Global policy spillovers and Peru's monetary policy: inflation targeting, foreign exchange intervention and reserve requirements, BIS Papers, no 78, Bank for International Settlements.
- **Rossini, R & Quispe, Z & Serrano, E, 2013**. "Foreign exchange intervention in Peru," BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Sovereign risk: a world without risk-free assets? Volume 73, pages 243-262, Bank for International Settlements.
- **Adrián Armas, 2005**. "Forex interventions in Peru: 2002-2004," BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, volume 24, pages 242-54, Bank for International Settlements.

¹⁰ Los artículos en mención son Tashu, Melesse Minale. *Motives and Effectiveness of Forex Interventions: Evidence from Peru* (2014); y Humala, A. y Rodríguez, G. *Foreign exchange intervention and exchange rate volatility in Peru* (2010).

¹¹ El artículo en mención es: Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry y Mahvash S. Qureshi. *Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment* (2014).

¹² Mide el valor de la moneda de un país con respecto a un promedio ponderado de las monedas de sus socios comerciales, ajustado por los niveles de inflación. Este es un mejor indicador que el tipo de cambio bilateral (como el USDPEN) para analizar los efectos macroeconómicos que genera el tipo de cambio.