

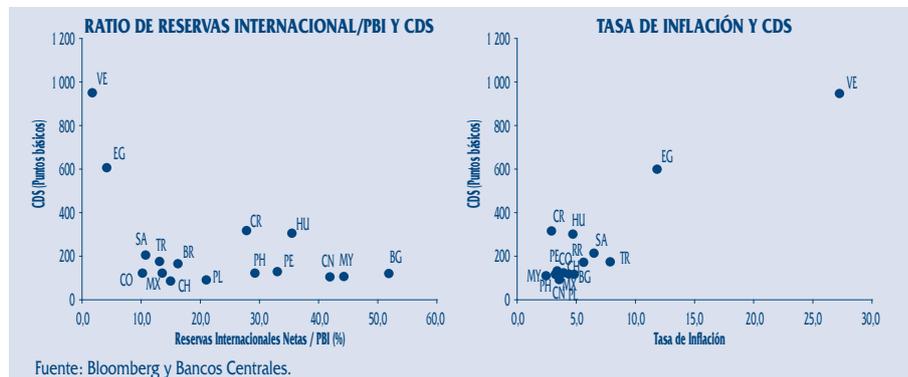


**Recuadro 2**

**LOS FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS Y EL RIESGO SOBERANO**

El riesgo soberano de países emergentes experimentó desde mayo un episodio de turbulencia, motivado principalmente por los mayores rendimientos observados en los mercados globales de bonos ante la posibilidad del inicio del retiro del programa de flexibilización cuantitativa por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos. Sin embargo, el impacto en cada economía ha sido diferenciado, siendo menor en aquellas economías con mejores fundamentos macroeconómicos.

El gráfico que se muestra a continuación ilustra este punto usando datos de CDS para el último episodio de turbulencia (de Mayo a Julio) e inflación promedio para una serie de EMEs. Se puede observar que los rendimientos se incrementaron en mayor medida para economías con alto nivel de inflación: aquellas que tenían menos espacio para responder al choque con herramientas de política monetaria. Un argumento similar puede construirse usando el ratio de reservas internacionales sobre PBI; mayores reservas incrementan la capacidad de respuesta de la autoridad monetaria ante salidas importantes de capital.

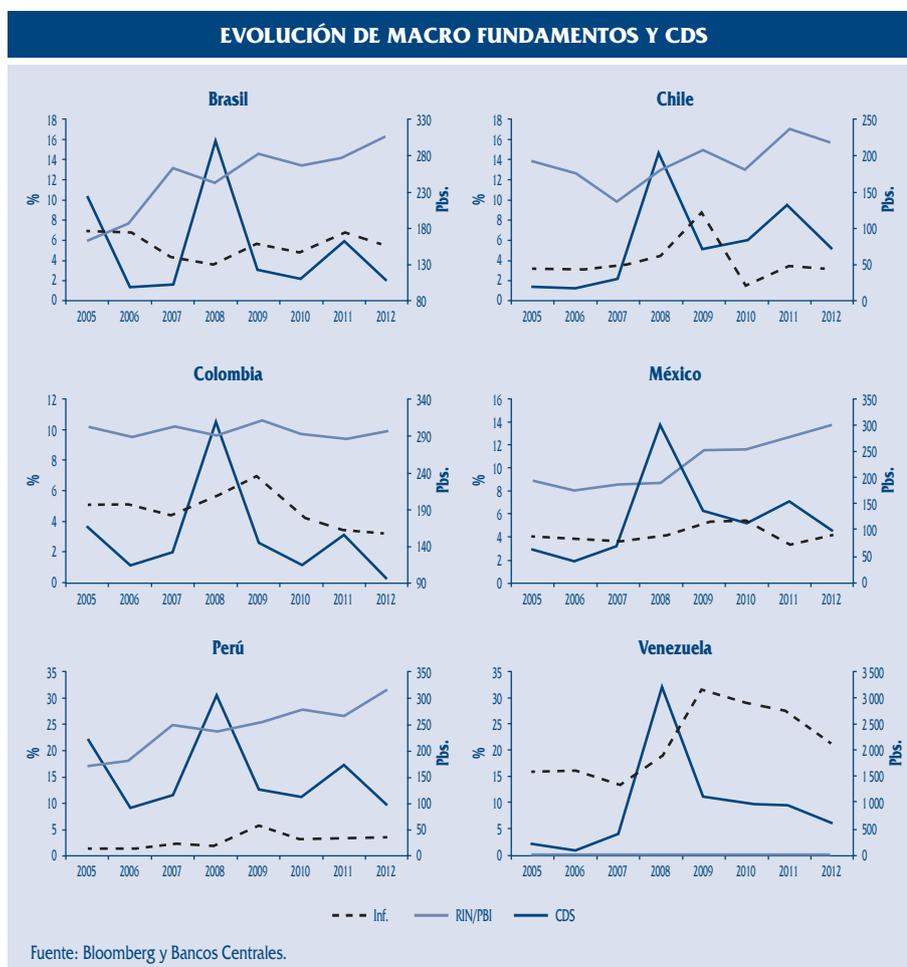


Asimismo, analizando la evolución de las variables mencionadas para datos de fin de periodo entre el 2005 y 2012 para países de la región, se vuelve a observar la relación directa un alto ratio de reservas y

la relación indirecta con tasas de inflación, siendo la misma más clara para aquellos periodos previos a la crisis financiera subprime (2008-2009).

Estos resultados, son consistentes con aquellos reportados por Aizenmann, Jinjark y Park (2013), quienes concluyen que factores externos fueron preponderantes en la determinación del riesgo soberano antes de la crisis pero los factores internos asociados con la capacidad para acomodar choques adversos, como el ratio de deuda externa sobre PBI y la inflación, ganaron importancia durante y después de la crisis financiera global reciente.

Los canales a través de los cuales un incremento del riesgo soberano puede afectar a la economía son diversos, y dependen en gran medida de las propias características de cada economía, como la importancia de los mercados de deuda pública, la solidez de las cuentas fiscales y el nivel de reservas internacionales. En el caso del Perú, debido a que el sistema financiero es dolarizado, los canales con mayor impacto potencial en la economía, están relacionados con una potencial salida de capitales o un cambio repentino de portafolio de inversionistas domésticos, que podría generar una fuerte depreciación de la moneda local, con potenciales efectos negativos sobre la posición financiera de las empresas y familias que mantienen descalces cambiarios.





Sin embargo, el elevado nivel de reservas internacionales que ha acumulado el BCRP, juntamente con las medidas prudenciales, como encajes a los pasivos de corto plazo de la banca, o al crecimiento muy rápido del crédito en dólares a personas naturales, han incrementado tanto la capacidad de respuesta del BCRP frente a estos choques como la resistencia del sistema financiero a los mismos. Las reservas internacionales permiten al BCR intervenir en el mercado cambiario para aminorar la volatilidad del tipo de cambio ante episodios de turbulencia y con ello permitir una transición suave hacia un equilibrio con menores flujos de capitales. A agosto 2013, el nivel de reservas internacionales alcanza US\$ 68 mil millones, alrededor de 32 por ciento del PBI.

### Recuadro 3 DOLARIZACIÓN DE CONTRATOS CON PROVEEDORES

Durante los últimos años, la evidencia empírica muestra una progresiva reducción en el grado de dolarización financiera (de 82 por ciento en 1999 a 43 por ciento actualmente), así como también en el uso de la moneda extranjera de ciertas operaciones (dolarización real y de pagos). No obstante, en el campo de las transacciones comerciales, muchas operaciones siguen denominándose y cancelándose en moneda extranjera, lo que impone costos adicionales al consumidor intermedio (que deberá adquirir la moneda extranjera para cancelar su obligación), afecta la eficiencia de la política monetaria y genera mayor vulnerabilidad macroeconómica.

En gran medida la dolarización de las transacciones de las empresas con sus proveedores refleja inercia por decisiones del pasado y problemas de coordinación para cambiar este modo de operar de manera simultánea.

De acuerdo a la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP realizada en diciembre de 2012 el 58 por ciento del valor de los insumos están denominados en moneda extranjera. Existe una alta heterogeneidad entre sectores pues este porcentaje varía de acuerdo al sector económico al que pertenezca la empresa. Los sectores comercio y minería presentan los mayores porcentajes de insumos valorados en dólares (80 y 75 por ciento respectivamente). Del mismo modo, el porcentaje de insumos pagados en dólares presenta un comportamiento similar.

VALORIZACIÓN Y PAGO DE INSUMOS EN MONEDA EXTRANJERA (Porcentaje promedio)		
Sector	Insumos valorados en US\$ (%)	Insumos pagados en US\$ (%)
Agropecuario	40	40
Pesca	74	66
Minería e Hidrocarburos	75	67
Manufactura	64	64
Electricidad, agua y gas	48	42
Construcción	38	30
Comercio	80	77
Servicios	45	46
<b>Total</b>	<b>58</b>	<b>54</b>

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, BCRP diciembre 2012.