

Dolarización, volatilidad cambiaria y retos para la operatividad de la POLÍTICA MONETARIA

PAUL CASTILLO* Y ALBERTO HUMALA**

En este artículo se describe y evalúa aquellos instrumentos monetarios y cambiarios del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) utilizados recientemente para hacer frente a episodios de alta volatilidad: repos de moneda y *swaps* cambiarios (sin efecto directo en la liquidez de la banca).



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
paul.castillo@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Operaciones de Política Monetaria del BCRP
alberto.humala@bcrp.gob.pe

Dado nuestro nivel de dolarización financiera, la volatilidad cambiaria tiene efectos importantes en la disponibilidad y composición de la liquidez bancaria. Si esta volatilidad es excesiva, además, puede afectar la estabilidad del sistema financiero. Por ello se requieren instrumentos de política monetaria que permitan una gestión eficiente de la liquidez, consistente con mantener la tasa de interés interbancaria alrededor del nivel de referencia, aún con elevada volatilidad financiera.

La adopción del esquema de metas de inflación, en 2002, permitió reducir progresivamente la dolarización financiera. Esta reducción se acentuó a partir de 2013 por las medidas de encaje adoptadas para acelerar la des-dolarización de los créditos¹. Sin embargo, aún se realizan en dólares 27 por ciento de los créditos y 43 por ciento de los depósitos. Esto plantea retos a la implementación de la política monetaria. Además de la estrategia para incentivar la reducción de la dolarización financiera es necesario contar con un conjunto amplio de instrumentos para regular la liquidez.

Un primer reto es cómo limitar los riesgos de liquidez, dado que el Banco Central no produce dólares. Por ello, el BCRP establece tasas de encajes en dólares superiores a las tasas en soles, que permiten al sistema financiero disponer de un elevado nivel de liquidez en esa moneda. Esta política de encaje, ha contribuido a que la banca disponga de depósitos en el BCRP por unos US\$ 21 000 millones, más del 75 por ciento de los depósitos en dólares de la banca.

Un segundo reto es cómo mitigar los efectos de cambios de portafolio de los depositantes en las condiciones monetarias del sistema financiero. Cuando los depositantes esperan una deprecia-

ción del sol mayor a la diferencia entre las tasas de interés de los depósitos en soles y en dólares, los depósitos en soles se desaceleran. Esto contrae las fuentes de expansión del crédito y puede elevar las tasas de interés pasivas en soles.

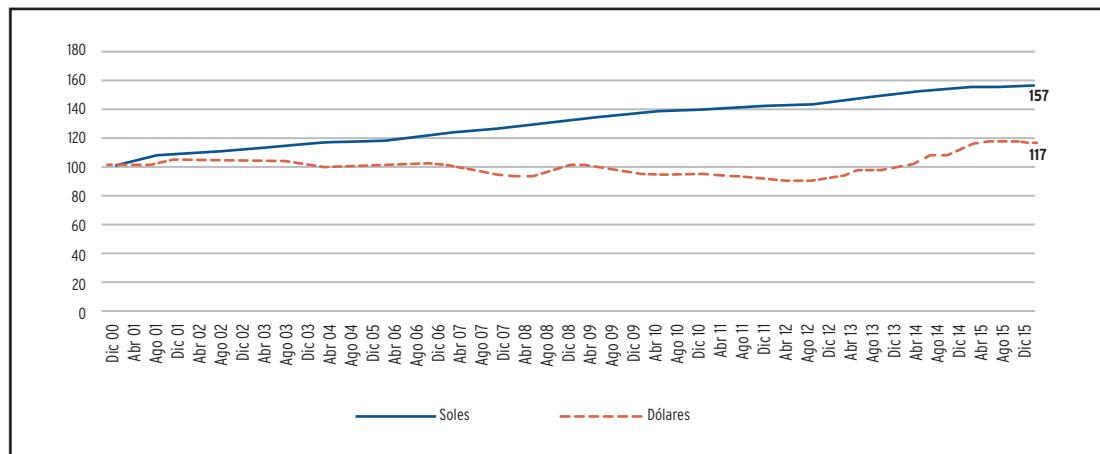
Estos cambios de portafolio se observan a pesar de que el rendimiento de ahorrar en soles ha sido sistemáticamente mayor que el de ahorrar en dólares. Así, desde 2002, el retorno de un depósito en soles a la tasa de interés pasiva promedio del sistema financiero (TIPMN) fue de 57 por ciento acumulada, mientras que el retorno de ahorrar en dólares, considerando la depreciación observada y la tasa pasiva correspondiente (la TIPMEX), fue sólo de 17 por ciento (véase Gráfico 1).

Los inversionistas especializados buscan rentabilizar fluctuaciones cambiarias transitorias con estos cambios de portafolio. Sin embargo, los depositantes menos informados tienden a extrapolar estas tendencias cambiarias, asumiendo que se mantendrán en los siguientes meses. Así, estos agentes no internalizan adecuadamente que en economías con inflaciones bajas y tasas de crecimiento esperadas mayores que las de EE.UU, el ahorro en moneda doméstica resulta más rentable que el de dólares a largo plazo.

Para distintos tipos de depósitos y agentes, existe una correlación negativa entre los componentes cíclicos de los depósitos en soles y del tipo de cambio (véase el Cuadro 1). Por otra parte, se verifica una correlación positiva entre los depósitos en dólares y el tipo de cambio.

Este patrón en el cambio de portafolio de los depositantes se observó, por ejemplo, en el periodo de depreciación de 2013 al primer trimestre de 2016. Los depósitos en soles sólo se incrementaron 0,9 por ciento, afectados por la

GRÁFICO 1 ■ Rendimiento acumulado de ahorro en soles y dólares (Índice dic 2000=100)



NOTA SE UTILIZAN LAS TASAS DE INTERÉS PASIVAS PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO EN SOLES (TIPMN) Y EN DÓLARES (TIPMEX).

¹ Ver García-Escribano, M. 2010. "Peru: Drivers of De-dollarization in Latin America?" International Monetary Fund IMF Working Paper 10/169. International Monetary Fund, Washington, DC. y Castillo, Vega, Serrano y Burga (2016), "De-Dollarization of Credit in Peru: The Role of Conditional Reserve Requirements" En Challenges for Central Banking Perspectives from Latin America, editores Yan Carrière-Swallow, Hamid Faruqee, Luis Jácome, Krishna Srinivasan. Fondo Monetario Internacional.

CUADRO 1 ■ Correlaciones cruzadas de los componentes cíclicos de los depósitos y el tipo de cambio*

	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4
Total Personas									
Soles	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2
Dólares	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,6	0,4	0,1	-0,1	0,0
Total Empresas									
Soles	0,2	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,0
Dólares	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Institucionales									
Soles	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
Dólares	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0

* EN NEGRITA LOS ESTADÍSTICAMENTE SIGNIFICATIVOS AL 10 POR CIENTO Y ADEMÁS SOMBREADOS SI EL SIGNO TIENE SENTIDO ECONÓMICO. LAS CORRELACIONES CORRESPONDEN AL TIPO DE CAMBIO EN EL PERÍODO T Y LOS DEPÓSITOS REZAGADOS Y ADELANTADOS.

volatilidad cambiaria. Para limitar los efectos sobre las tasas de interés pasivas en soles y sobre las condiciones monetarias del sistema financiero, el BCRP utilizó nuevos instrumentos de inyección de liquidez como los repos de monedas (bajo modalidades alternativas).

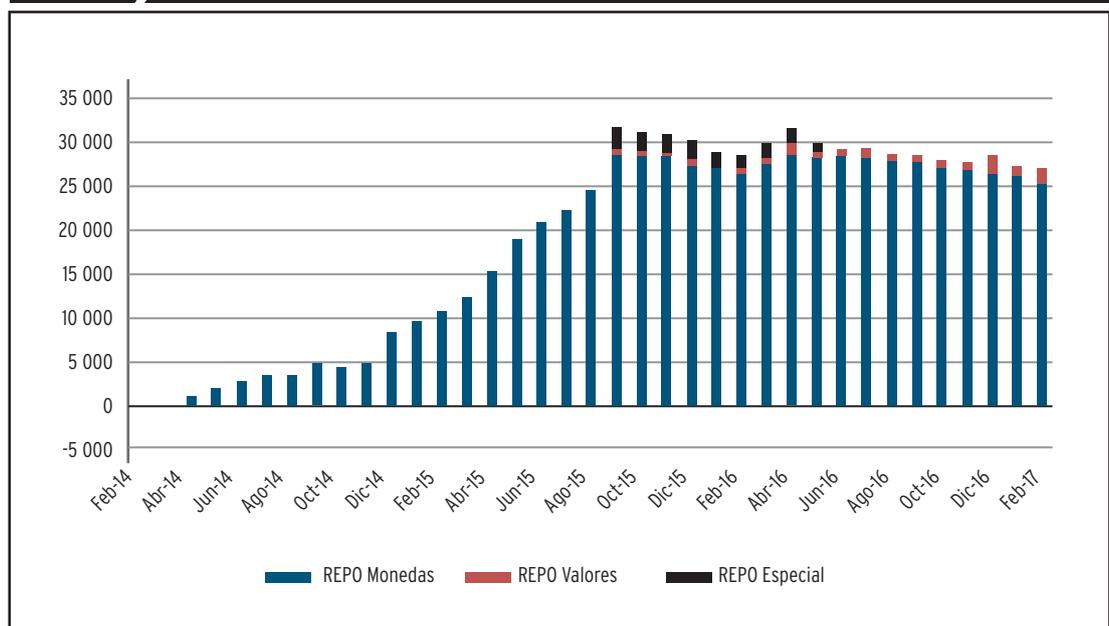
Los repos de monedas permiten a los bancos utilizar sus excedentes estructurales de liquidez en dólares para obtener liquidez en soles, de mediano y largo plazo. Estos excedentes se generaron por la aceleración de la des-dolarización del crédito durante 2015, luego de las medidas de encaje adoptadas por el BCRP con este fin en diciembre de 2014. Con estas medidas, el saldo del crédito en dólares se redujo, entre agosto de 2014 y noviembre de 2016, en US\$ 7 098 millones. En el mismo periodo, los depósitos en dólares se incremen-

taron US\$ 532 millones, lo que permitió que la banca mantenga elevados excedentes de liquidez en dólares.

En los repos de moneda, las entidades participantes le venden dólares al BCRP (utilizando sus excedentes) a cambio de soles que requieren para financiar sus activos en esta moneda. En la misma operación, se comprometen a recomprar los dólares en una fecha futura (entre 2 a 5 años, usualmente). Las entidades pagarán por los soles la tasa de interés asignada en la subasta de colocación del instrumento, menos un descuento que le reconoce el BCRP por los dólares que vendió (equivalente a una tasa de interés en dólares). El saldo de repos de monedas es de S/ 25 435 millones a febrero de 2017 (véase Gráfico 2).

En los repos de moneda bajo el esquema regular,

GRÁFICO 2 ■ Saldo de Operaciones REPO a plazo a fin de mes (Millones de S/)



las entidades buscan directamente un financiamiento en soles. Con ello cubren, usualmente, sus requerimientos de liquidez para calzar sus operaciones activas de mediano o largo plazo. Constituyen el 54,9 por ciento del saldo de repos de monedas (S/ 13 980 millones).

Los repos de monedas bajo el esquema de expansión buscan impulsar la expansión del crédito en soles, utilizando los dólares en exceso de las entidades financieras, pero con la ventaja que



el monto equivalente en dólares puede deducirse de los requerimientos del encaje del régimen general en dólares (véase Esquema 1). Así, los dólares que las entidades ya tienen comprometidos como encaje pasan a respaldar el financiamiento en soles que obtienen por estos instrumentos. El saldo actual representa el 26,1 por ciento del total de repos de monedas (S/ 6 650 millones).

Adicionalmente, para apoyar la des-dolarización de los créditos del sistema financiero, se diseñó el esquema de sustitución en los repos de moneda (véase Esquema 2). Mediante estas operaciones, la entidad participante obtiene un financiamiento



en soles para transformar sus créditos en dólares a créditos en soles. Como se requiere cancelar el crédito en dólares, esta operación incluye una venta *spot* de dólares por parte del BCRP a la entidad. Representan el 18,9 por ciento de los repos de monedas (S/ 4 805 millones).

Un tercer reto es cómo evitar que una excesiva volatilidad cambiaria afecte la situación financiera de las empresas con descalces de monedas. Así, para reducir esta volatilidad, el BCRP interviene en el mercado cambiario. En particular, ha utilizado los *swaps* cambiarios del BCRP, en su modalidad de venta (SC Venta). Este instrumento permite a los bancos cubrir las presiones de demanda cambiaria (por derivados) que reciben de sus clientes sin afectar la liquidez de los participantes.

Cuando un cliente de un banco compra dólares a futuro, a través de *forwards*, *swaps* u opciones, el banco asume el compromiso de entregar esos dólares (o la ganancia o pérdida correspondiente) al vencimiento de la operación. Es decir, toma una "posición corta" o de venta, que lo expone al riesgo de pérdidas cambiarias si el tipo de cambio sube por encima del precio que pactó para la venta futura. Por ende, buscará cubrir este riesgo con una posición futura contraria equivalente con algún otro cliente.

Sin embargo, con expectativas de depreciación intensas, menos clientes estarán dispuestos a venderle dólares a futuro. Alternativamente, el banco tendrá que comprar los dólares en el mercado al contado o *spot*, generando una presión de depreciación del sol. El BCRP podrá responder a esa presión vendiendo dólares en el mercado *spot*. El banco necesitará liquidez en soles para comprar estos dólares del BCRP. Si los montos involucrados son importantes, se elevará la tasa de interés interbancaria. Si el efecto se prolonga, podría dar lugar a los cambios de portafolio (depósitos en soles que se transforman a depósitos en dólares).

Otra alternativa de intervención es utilizar los Certificados de Depósito Reajustables del BCRP (CDR), que son instrumentos indexados al dólar. Al ofrecer un rendimiento equivalente a la compra de dólares del banco (la tasa de interés de colocación de estos instrumentos más la depreciación realizada), estos CDR permiten a los bancos cubrir su exposición cambiaria a la venta futura pactada. Sin embargo, para adquirir este instrumento, los bancos requieren también liquidez en soles (con los efectos en los portafolios de los participantes ya descritos).

Por el contrario, el SC Venta permite cubrir las posiciones cortas de los bancos (por demandas futuras de sus clientes) sin requerir sus fondos líquidos en soles. Este SC Venta es un derivado cambiario, por lo que al inicio de la operación no se requiere ningún intercambio de flujos entre el banco y el BCRP. Al vencimiento, el banco recibirá la tasa de interés asignada en la subasta de colocación (similar a una tasa de interés en dólares), más la depreciación ocurrida durante la vigencia del contrato; y pagará la tasa de interés variable en soles, asociada a la tasa de interés interbancaria. Obtendrá una ganancia si la depreciación más la

tasa de interés pactada resulta superior a la tasa de interés en soles. Esta ganancia compensaría la pérdida generada en su posición corta inicial.

Existe una elevada correlación entre los *forwards* de la banca con sus clientes y los SC Venta (véase el Gráfico 3). Desde octubre de 2014, el SC Venta ha sido efectivo en reducir la volatilidad cambiaria. En marzo de 2016, al moderarse las expectativas sobre la reversión del estímulo monetario de la FED, se observó una fuerte oferta de dólares generada por el vencimiento anticipado de posiciones cortas *forward* de la banca con inversionistas (no residentes, principalmente). Así, desde marzo hasta setiembre de 2016, esta oferta alcanzó US\$ 7 802 millones y los vencimientos de SC Venta permitieron reducir su impacto sobre el tipo de cambio.

En este periodo, la intervención cambiaria también se realizó mediante compras *spot*, para compensar la mayor oferta por el cambio de portafolio de agentes locales, que redujeron su posición en dólares en la banca e incrementaron su oferta en el mercado *spot*. A enero de 2017, los saldos de SC Venta se han reducido a US\$ 28 millones, luego de alcanzar un nivel máximo el 16 de febrero de 2016 de US\$ 9 158 millones. Considerando también los CDR, el vencimiento neto de estos instrumentos permitió absorber una oferta de dólares en el mercado de derivados por US\$ 10 614 millones.

Adicionalmente, en enero de 2015, se establecieron encajes adicionales para las entidades financieras cuyo monto de operaciones diarias, semanales y mensuales de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de *forwards* y *swaps* exceda los límites establecidos por el Banco Central. En marzo de 2015, se establecieron, además, encajes adicionales asociados a

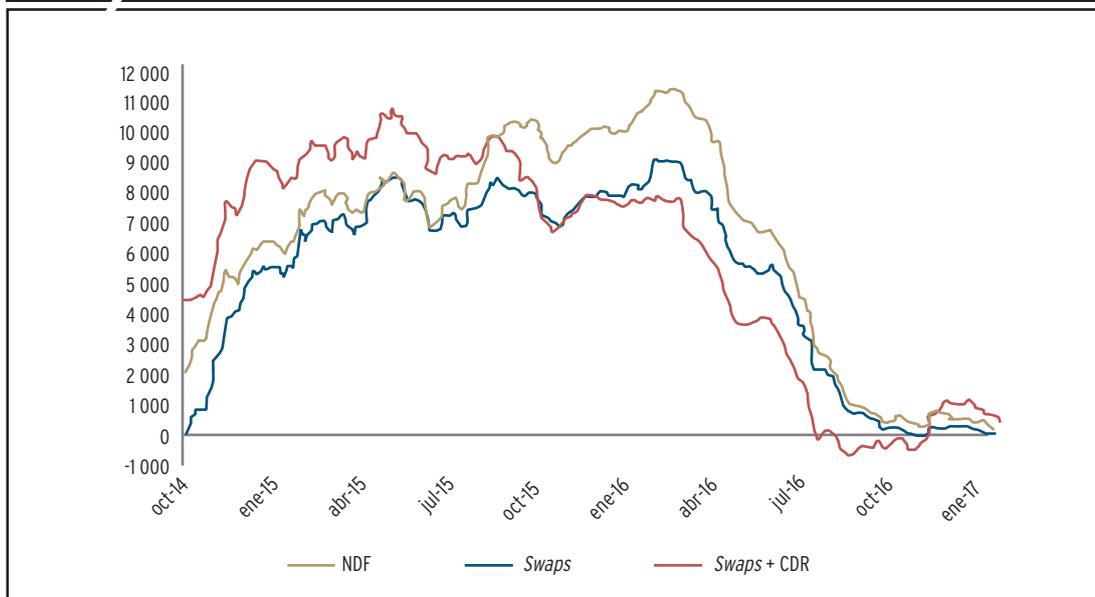
límites sobre el saldo de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de estos derivados. Estos encajes adicionales, permitieron reducir el ritmo de crecimiento de la posición de venta de la banca, moderando con ello la volatilidad cambiaria.

CONCLUSIONES

A pesar del grado de dolarización financiera de la economía peruana y la volatilidad cambiaria de los últimos años, la flexibilidad del diseño y ejecución de la política monetaria han permitido mantener un sistema financiero sólido consistente con la transmisión eficiente de esta política. La adecuada estrategia de política monetaria y la variedad de instrumentos monetarios y cambiarios que ha empleado el BCRP han sido fundamentales para el logro de estos resultados. Los retos planteados incluyeron periodos de salidas de capitales y de volatilidad cambiaria y fueron afrontados con inyección de liquidez en dólares y soles. También enfrentó cambios más persistentes en la composición del fondeo de la banca, a través de diversos tipos de operaciones de reporte a plazo. Esta operatividad logró preservar condiciones monetarias flexibles necesarias para aminorar el efecto de un entorno externo adverso a la economía. Además, se logró acelerar la reducción de la dolarización del crédito de manera significativa.

Persisten importantes retos para la política monetaria, asociados a la evolución incierta de la economía mundial. Por ello, se debe continuar fortaleciendo el sistema financiero doméstico, reduciendo la dolarización financiera y promoviendo el mercado de capitales en moneda nacional, para aumentar la eficacia de la política monetaria.

GRÁFICO 3 ■ Saldos de instrumentos cambiarios del BCRP y *Forwards* sin entrega (NDF) de la banca (En millones de US\$)



ELABORACIÓN: DPTO. ANÁLISIS TÁCTICO DE OPERACIONES MONETARIAS Y CAMBIARIAS - BCRP.