

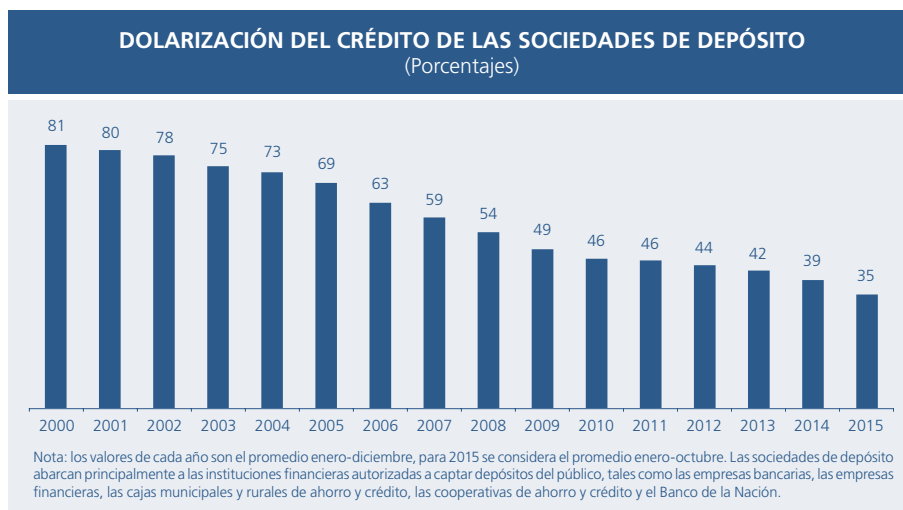
Recuadro 6
EL TIPO DE CAMBIO Y EFECTO HOJA BALANCE

Desde la segunda mitad del año 2013, el dólar estadounidense ha venido fortaleciéndose a nivel mundial. En este contexto, el sol se ha venido depreciando respecto al dólar de EEUU como se observa en el siguiente gráfico.

Entonces en este recuadro se analizan los posibles efectos de la depreciación del sol sobre la actividad económica en el Perú. En particular, ¿es esta depreciación del sol observada desde 2012 contractiva o expansiva para la actividad económica?

En la teoría convencional de economía abierta como la de Mundell-Fleming, una depreciación de la moneda tiene un efecto positivo sobre el producto, pues los productos exportados se hacen relativamente más baratos, por lo tanto el país gana en competitividad en el comercio internacional.

En la economía peruana, parte importante de los montos de deuda que mantienen las empresas y familias están expresadas en dólares (véase el gráfico que se presenta a continuación sobre la evolución de la dolarización de los créditos), aun cuando las empresas y familias generan ingresos en soles. Por tanto, una depreciación del sol incrementa los costos de la deuda y reduce los recursos disponibles para hacer frente a obligaciones financieras, lo cual podría traducirse en un mayor riesgo crediticio para los bancos.



En el caso de las empresas, estos efectos de balance afectan negativamente a sus planes de inversión y producción. En este contexto, la depreciación del sol respecto al dólar puede tener efectos contractivos a nivel agregado, lo cual podría contrarrestar o dominar el efecto competitividad si las empresas están altamente endeudadas en dólares.

Además es importante indicar otros canales a través de los cuales una depreciación del sol afecta las decisiones de inversión y producción de las empresas. Si las empresas tienen activos en dólares entonces una depreciación del sol será beneficiosa. De otro lado, si las empresas importan insumos del exterior, una depreciación del sol incrementa el costo de sus insumos importados expresados en moneda nacional.

Una importante literatura sobre los efectos de hoja de balance ha sido desarrollado sobre el trabajo de Bernanke y otros (1999), en tales modelos sí existe una descalce cambiario significativo (los pasivos son significativamente





mayores a los activos e ingresos en moneda extranjera), una fuerte depreciación puede deteriorar el valor neto de las empresas. A medida que el riesgo de las empresas aumenta, los créditos se hacen más caros y restrictivos, lo que finalmente afecta la inversión.

En el Reporte de Estabilidad Financiera (2015) se indica que se ha observado empresas con descalces cambiarios, principalmente orientadas al mercado doméstico que se han endeudado en dólares (sea en el mercado local o en el exterior), que no han tomado coberturas cambiarias.

En esta línea, estudios que utilizan los balances de empresas no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Lima, encuentran evidencia de efectos negativos de la depreciación del sol sobre la inversión de las empresas en un contexto de depreciación alta (Carranza y otros, 2011) o en un contexto de empresas que están fuertemente descalzadas (Ramírez, 2015)

El estudio de Ramírez (2015), para una muestra de 76 empresas que listan en la bolsa de valores de Lima en el periodo 2002-2014, encuentra evidencia de que empresas con un descalce cambiario (definida como la diferencia de pasivos menos activos en dólares como porcentaje del total de activos) menor a -10 por ciento, una depreciación del sol afecta negativamente la inversión de las empresas.

En este sentido, para reducir la vulnerabilidad de los efectos negativos de una depreciación del tipo de cambio, el BCRP ha venido adoptando una serie de medidas para reducir la dolarización de la economía, dolarización que ha venido cayendo sostenidamente tal como se muestra en el Gráfico anterior.

Del mismo modo, empresas que tienen sus ingresos en soles y deciden mantener deuda en dólares o que estén fuertemente descalzadas en la composición de sus monedas (posición de cambio negativa en dólares) deben evaluar el uso de instrumentos derivados para cubrir los flujos futuros que deben desembolsar por la emisión o préstamo en dólares; o evaluar la recompra de parte de su propia deuda en dólares, mediante la emisión de nueva deuda en soles.

Referencias:

Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999). "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. En: Taylor, M. y M. Woodford (eds), Handbook of Macroeconomics 1. North-Holland.

Carranza, J., E. Galdon-Sanchez y J. Gomez-Biscarri (2011). "The relationship between investment and large exchange rate depreciations in dollarized economies." *Journal of International Money and Finance* 30, 1265–1279.

Carrera, C. (2015). "Identifying the exchange-rate balance sheet effect over firms." BCRP, mimeo.

Reporte de Estabilidad Financiera (2015). Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Ramírez, N. (2015). "Balance sheet and currency mismatch: evidence for Peruvian firms." BCRP, mimeo.