

## UNA RESEÑA SOBRE LAS CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA APRECIACIÓN CAMBIARIA

---

### RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo del informe es hacer un recuento de los principales factores que han determinado la apreciación del Nuevo Sol con respecto al Dólar estadounidense durante los últimos meses, así como señalar sus posibles consecuencias sobre la economía.

En la primera sección se analiza la evolución mensual del tipo de cambio a partir del año 2003, en donde se señala que la apreciación nominal de la moneda local respecto al Dólar no es un hecho aislado de la economía peruana, ya que dicho fenómeno se ha presentado también en distintos países de la región, lo que se presenta como consecuencia —entre otros factores— de un debilitamiento en los “fundamentos” macroeconómicos de la economía norteamericana, como de su excesivo déficit en cuenta corriente y déficit fiscal.

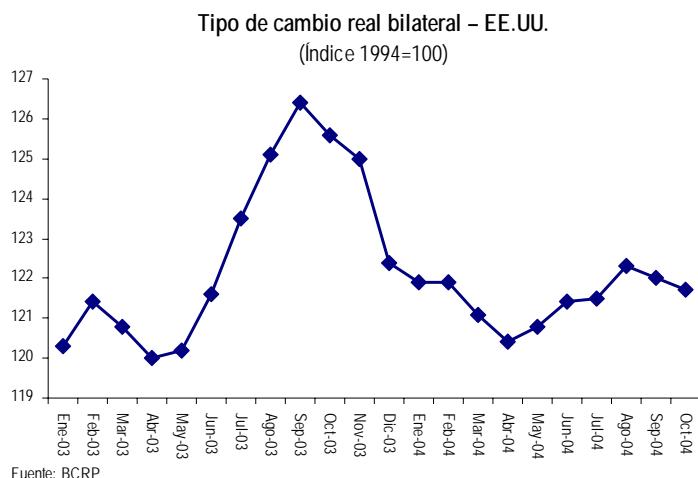
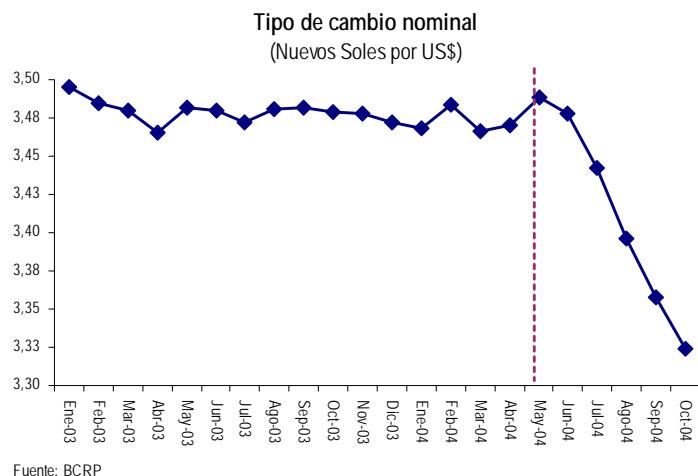
En la segunda sección del informe se determinan los principales factores que han influido en la caída del tipo de cambio, entre los que se encuentran la reducción del déficit en cuenta corriente, el crecimiento de la liquidez del sistema financiero en moneda extranjera, la intervención del BCRP en el mercado cambiario y los cambios en el portafolio de los agentes privados, entre los más importantes.

Luego, se analiza los efectos del menor tipo de cambio en la inflación, las finanzas públicas, el portafolio de los agentes privados, sobre todo institucionales, y la rentabilidad del sector exportador.

Finalmente, el informe muestra que son principalmente fundamentos macroeconómicos los que explican la apreciación del Nuevo Sol con respecto al Dólar, por lo cual es previsible que el fortalecimiento del Nuevo Sol pueda continuar.

## I. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

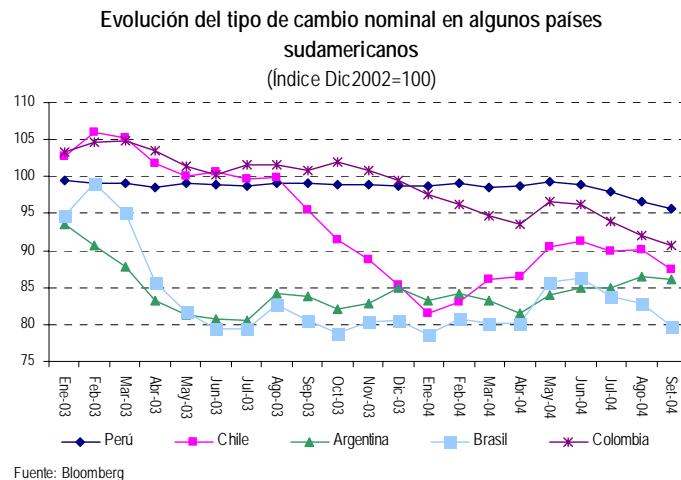
A septiembre de 2004, el Nuevo Sol registró una apreciación —una caída del tipo de cambio nominal<sup>1</sup>— de 3,28 por ciento, con un nivel (3,358 nuevos soles por US\$) que constituye un mínimo no observado desde mediados del año 1999. En términos reales, la apreciación del Nuevo Sol con respecto al Dólar estadounidense es de 3,45 por ciento<sup>2</sup>, debido a que la inflación interna ha sido mayor a la inflación de los EE.UU.



Sin embargo, cabe destacar que la apreciación de la moneda local con respecto al Dólar estadounidense se ha presentado en distintos países de la región, así como en varios países desarrollados, influenciado por el debilitamiento de las cuentas externas de la economía americana —excesivo déficit en cuenta corriente—, entre otros factores.

<sup>1</sup> Se utiliza como referencia el Tipo de Cambio Bancario Venta - Promedio del periodo (Fuente: BCRP).

<sup>2</sup> Según la fórmula: 
$$\frac{(1+x)(1+\pi^*)}{(1+\pi)} - 1 \times 100$$
 donde  $x$  = variación del tipo de cambio nominal;  $\pi^*$  = variación del índice de precios de EE.UU.;  $\pi$  = variación del índice de precios interno.



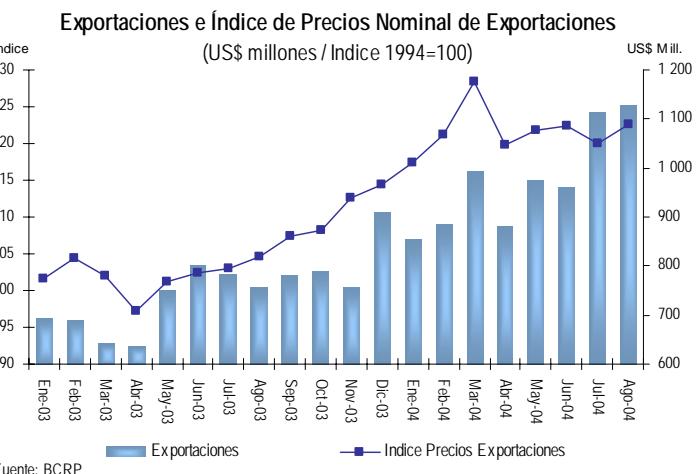
## II. PRINCIPALES FACTORES QUE INFLUYEN EN LA CAÍDA DEL TIPO DE CAMBIO

En esta sección, se señalan los principales factores que influyen en la actual dinámica del tipo de cambio, los cuales son:

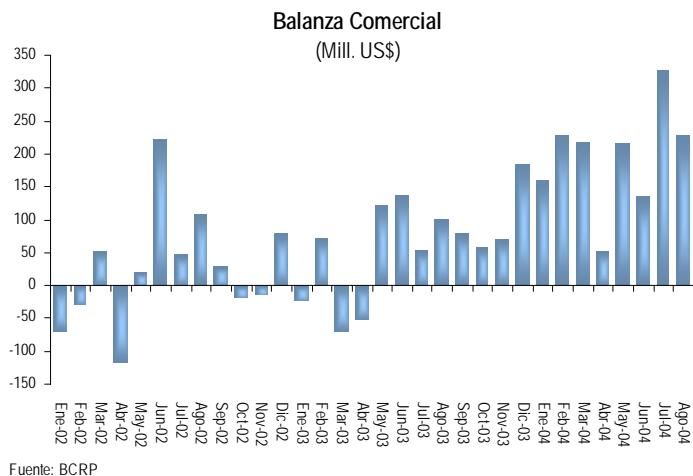
### II.1. REDUCCIÓN DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

El mayor flujo de dólares en la economía proviene de la mayor entrada de divisas provocada por el actual boom exportador, lo cual está permitiendo el aumento sostenido de las Reservas Internacionales Netas (RIN) y de la liquidez en moneda extranjera del sistema financiero. En el mes de agosto, las exportaciones alcanzaron un máximo histórico —ascendente a US\$ 1 126 millones—, que representa un aumento de 48,7 por ciento respecto al mismo mes del 2003. Esta dinámica se asocia a la evolución favorable de las exportaciones tradicionales (54,5 por ciento) y las no tradicionales (37,9 por ciento).

En lo que respecta al desempeño de las exportaciones en términos acumulados, en el periodo enero-agosto de 2004 las exportaciones han crecido 35,4 por ciento respecto a similar periodo del 2003, registrando un monto de US\$ 7 792 millones. De este modo, las exportaciones tradicionales crecieron 36,4 por ciento —gracias a mayores volúmenes de ventas como a mayores precios de los commodities, principalmente mineros— mientras que las exportaciones no tradicionales aumentaron en 34,9 por ciento —resultado del mayor nivel de exportación de productos textiles y agropecuarios en el marco del Acuerdo Comercial del ATPDEA y de la mayor demanda por parte de la Unión Europea y Asia.



En consecuencia, durante el periodo enero-agosto se ha registrado un superávit de la balanza comercial ascendente a US\$ 1 567 millones. Según las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual 2005-2007 Revisado se espera que el saldo de la balanza comercial alcance US\$ 2 030 millones en el 2004 y US\$ 2 014 millones en el 2005, por lo que es probable que la tendencia a la caída del tipo de cambio se mantenga durante el próximo año.



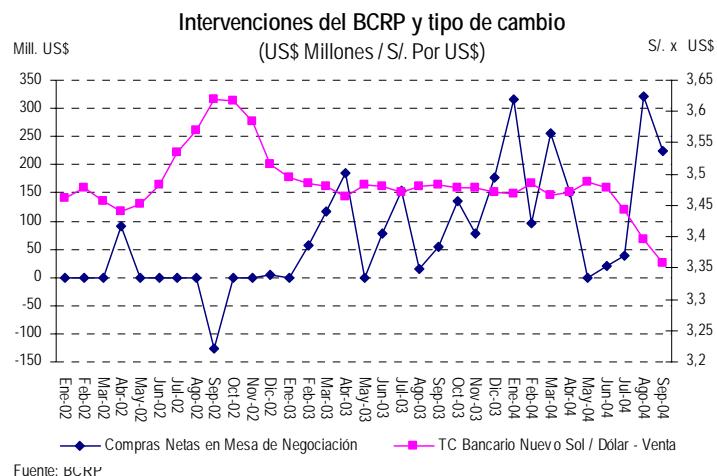
Otro factor que influye en el mayor flujo de dólares en la economía son las transferencias provenientes del exterior, conformadas principalmente por las remesas del exterior a peruanos. Estas transferencias corrientes ascendieron a US\$ 667 millones en el primer semestre de 2004, lo que representa un crecimiento nominal de 22 por ciento con respecto a los US\$ 545 millones registrados en el mismo período del año anterior.

En suma, la evolución descrita con respecto al saldo de la balanza comercial y las transferencias corrientes, ha permitido que el déficit de la cuenta corriente en el primer semestre de 2004 se ubique en US\$ 310 millones —equivalente a un 0,9 por ciento del PBI—, cifra menor en US\$ 397 millones con respecto al saldo registrado durante similar período del 2003.

## II.2. INTERVENCIÓN DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA EN EL MERCADO CAMBIARIO

Si bien como sabemos el BCRP no tiene un objetivo explícito con respecto al tipo de cambio, el organismo emisor interviene en el mercado cambiario con el objetivo de evitar una excesiva volatilidad del tipo de cambio en el corto plazo, ya que ésta puede incidir negativamente en el sector real de una economía dolarizada como la nuestra a través del efecto “hoja de balance”<sup>3</sup>

Durante el año 2003 las presiones al alza de la cotización del Nuevo Sol impulsaron en varias ocasiones la intervención del BCRP en el mercado cambiario mediante la compra de dólares, la cual ascendió a US\$ 1 050 millones. A pesar de ello, se observó una ligera apreciación de 1,1 puntos porcentuales. Sin embargo, a partir de mayo del presente año se ha venido registrando una apreciación continua del Nuevo Sol que no ha podido ser contenida, a pesar de la intervención del BCRP en los meses de agosto y septiembre mediante la compra de US\$ 321 millones y US\$ 224 millones, respectivamente.



Por otro lado, cabe destacar que durante los últimos meses el BCRP ha reducido su ritmo de compras de moneda extranjera presumiblemente con el objeto de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal frente al aumento de la inflación anualizada, que ha desbordado el límite superior de la banda objetivo del esquema de metas de inflación explícita del BCRP. De este modo, la inflación anualizada ha venido registrando descensos desde el mes de julio, ubicándose en 3,95 por ciento en el mes de octubre —lo que, sin embargo, aún está 0,45 puntos porcentuales por encima del límite superior de la meta. Así, la reducción del precio del Dólar —que automáticamente deprime los precios del componente de bienes importados en la canasta del IPC— parece haber tenido efectos relevantes para el control de la inflación.

Finalmente, de acuerdo al esquema de política monetaria —denominado de metas explícitas de inflación—, la reacción del BCRP frente al incremento de la inflación por encima del rango meta ha sido elevar la tasa de interés de referencia con el objetivo de establecer un corredor más elevado para las tasas del mercado interbancario. Este incremento de la tasa de interés, en la medida en que se traslada hacia las demás tasas del mercado, representa un incremento de la rentabilidad de los activos en moneda nacional, lo que implica una menor demanda relativa de activos en moneda extranjera —o una mayor oferta relativa de dólares—, por tanto, mayores presiones a la apreciación del Nuevo Sol.

<sup>3</sup> Es el efecto sobre la estructura financiera que pueden afrontar los agentes económicos por el descalce en monedas y plazos entre sus activos y pasivos.

## II.3. CAMBIOS EN EL PORTAFOLIO DE LOS AGENTES PRIVADOS

Desde un enfoque de activos, otro factor relevante que explica la apreciación del Nuevo Sol es el cambio en el portafolio de los agentes privados, como empresas del sistema bancario y administradoras privadas de fondos de pensiones. Este fenómeno implica una reducción de la demanda por dólares que deprime el tipo de cambio.

En los últimos meses se han registrado importantes tendencias en la composición del portafolio de inversionistas institucionales, en particular las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. Estas tendencias han reforzado la caída en la cotización *spot* de la moneda norteamericana, por cuanto en lo fundamental implican un cambio paulatino hacia la moneda doméstica y hacia otras monedas que internacionalmente se han fortalecido en relación al Dólar (yen, euro, etc.).

En efecto, como muestra el siguiente cuadro, en el último año se ha revertido la tendencia original hacia la mayor dolarización del portafolio administrado por las AFPs (alrededor de US\$ 7 000 millones o 10,4% del PBI a septiembre del 2004). El portafolio de las AFPs ha reducido sus niveles de dolarización de 47,5 a 43,3 por ciento. En dólares, esta reducción implica un movimiento de aproximadamente US\$ 370 millones hacia el Nuevo Sol y otras monedas, en especial el euro.

Composición del Portafolio Administrado por AFPs, por tipo de moneda  
(Porcentajes)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1/</sup>
Nuevos Soles	59,0	51,2	56,3	53,5	51,3	54,5
Dólares	41,0	48,7	43,7	46,5	47,5	43,3
Otros <sup>2/</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	2,2

1/ A septiembre

2/ Euros, yenes y libras esterlinas

Fuente: SBS

Simultáneamente, como muestra de este proceso, los saldos de *forward* compra de los bancos se han elevado significativamente en los últimos meses, al pasar de US\$ 227 millones en diciembre del 2003 a US\$ 403 millones hacia fines de octubre del presente año.

Una operación *forward* de moneda extranjera es un acuerdo entre dos partes —usualmente una empresa bancaria y otro agente económico—, por el cual se obligan a intercambiar, en una fecha establecida, un monto determinado de una moneda a cambio de otra, a un tipo de cambio acordado. El objetivo de realizar una operación *forward* es reducir los efectos negativos de la volatilidad del tipo de cambio en el flujo esperado de ingresos de una empresa o en el valor esperado de un inversionista; es decir; que los agentes puedan reducir su exposición al riesgo cambiario. Debido a que los agentes pueden realizar operaciones de compra o venta de moneda extranjera a futuro se tienen *forwards compra o venta*.

Si los agentes económicos piensan que el tipo de cambio subirá realizan compras a futuro con las empresas bancarias, por ende, estas últimas realizan ventas a futuro, pues son la contraparte de la transacción. En el cuadro adjunto se observa que los forwards venta realizados por las empresas bancarias son mayores que los forwards compra; por lo que se puede denominar a este mercado como asimétrico. Esta asimetría se puede explicar por la expectativa histórica de que la moneda local se deprecie con respecto al Dólar, y por el hecho de que la mayoría de agentes económicos nacionales necesitan operaciones de

cobertura ante una devaluación del Nuevo Sol —es decir, que demanden *forwards* venta de las empresas bancarias—, dado el descalce de monedas en la estructura de activos y pasivos de los agentes privados y las empresas.

#### Operaciones forward de las empresas bancarias

(US\$ Millones)

	Compras	Ventas	Saldo Neto
Dic. 2002	236	1 141	- 905
Dic. 2003	227	834	- 607
Ene. 2004	399	930	- 531
Feb.	414	1 005	- 591
Mar.	423	927	- 504
Abr.	505	1 058	- 553
May.	481	1 017	- 536
Jun.	518	1 060	- 542
Jul.	454	987	- 534
Ago.	493	1 028	- 535
Set.	505	1 056	- 550
Oct.	403	984	- 581
Nov. 01-02	391	963	- 572

Fuente: BCRP

Debido a que las expectativas de apreciación del Nuevo Sol han aumentado, durante el presente año se observa que los *forwards* compra de las empresas bancarias han aumentado —con respecto por ejemplo, a los niveles de cierre del 2002 y 2003—, haciendo que los saldos netos de *forwards* aumenten. Estas mayores compras a futuro originan que las empresas bancarias vendan dólares en el mercado *spot* para cubrirse ante el riesgo de comprar dólares caros en el futuro. Finalmente, esta mayor oferta de dólares en el mercado *spot* también acentúa la caída del tipo de cambio.

### III. CONSECUENCIAS DE LA CAÍDA DEL TIPO DE CAMBIO

#### III.1. INFLACIÓN

Al ser el Perú una economía pequeña y abierta, los productos relacionados al comercio internacional forman parte importante de la canasta de consumo —un 41 por ciento—, por lo que el tipo de cambio y los precios internacionales influyen en el nivel de precios interno.

El mecanismo por el cual las variaciones del tipo de cambio se trasladan a las de los precios se puede separar en dos componentes: (i) Directo, mediante los precios importados de los bienes finales que adquieren los consumidores, o por los bienes intermedios y de capital, que inciden en los precios de los productores, los que a su vez trasladan dichos cambios al consumidor o a sus márgenes de ganancias; e (ii) Indirecto, mediante su impacto en la demanda agregada, vía el cambio de los precios relativos entre bienes transables y no transables, así como mediante el efecto hoja de balance<sup>4</sup>. En la literatura económica, se suele denominar a este efecto del tipo de cambio en los precios como “pass-through”.

<sup>4</sup> Ver pie de página 3.

De acuerdo con el BCRP<sup>5</sup>, la evidencia empírica demuestra que el impacto del tipo de cambio en la inflación es bajo y que está en función de la etapa del ciclo en la que se encuentre la economía. Así, durante fases de expansión, una depreciación de un punto porcentual se traduce en un incremento de 0,15 puntos porcentuales en la inflación. Por el contrario, cuando la economía se encuentra en recesión, el efecto en la inflación es de 0,30 puntos porcentuales.

En la actual coyuntura, una mayor disminución del tipo de cambio continuaría incidiendo en la reducción de la inflación.

### III.2. FINANZAS PÚBLICAS<sup>6</sup>

En cuanto al Sector Público No Financiero (SPNF), tomando las cifras del Marco Macroeconómico Multianual 2005-2007 Revisado (MMM Revisado) y suponiendo un nuevo escenario con un menor tipo de cambio para los años 2004 y 2005, el cual se mantendría en promedio en S/. 3,44 y S/. 3,42 por Dólar en dichos años (es decir, estimando una apreciación del Nuevo Sol con respecto al Dólar de 0,6 y 1,8 por ciento para el 2004 y 2005, respectivamente, con respecto al MMM Revisado), el déficit del SPNF se incrementaría marginalmente en ambos años.

En el año 2004<sup>7</sup> el Gobierno Central dejaría de percibir alrededor de S/. 64 millones en ingresos corrientes por el efecto de un menor tipo de cambio, resultado de menores ingresos tanto tributarios como no tributarios que son cotizados en dólares. Entre los ingresos tributarios se encuentran los impuestos al comercio exterior (los impuestos a las importaciones, el IGV importado y el ISC otros importado), los que generarían una pérdida de S/. 59 millones como consecuencia del menor tipo de cambio. Por su parte, entre los ingresos no tributarios que son pagados en dólares se encuentran las regalías mineras, petroleras y gasíferas (Camisea), y la pérdida generada sería de S/. 5 millones.

En cuanto a los gastos no financieros, el menor tipo de cambio implicaría un menor gasto en nuevos soles en la proporción del gasto que es financiado por la fuente Crédito Externo. Se estima que el gasto de capital se reduciría en aproximadamente S/. 9 millones.

Por el lado de intereses, el SPNF ahorraría S/. 27 millones, tanto por los pagos de intereses de deuda externa como interna.<sup>8</sup> Por lo cual, el déficit fiscal del año 2004 se incrementaría en S/. 27 millones con respecto a lo estimado en agosto del presente año en el MMM Revisado.

Para el año 2005, la pérdida de ingresos corrientes sería de S/. 154 millones, entre lo que se destaca los menores ingresos percibidos por IGV interno y por impuesto a las importaciones, por un monto de S/. 99 millones y S/. 40 millones, respectivamente. En cuanto a los gastos no financieros, la menor ejecución estimada es de S/. 32 millones, y el ahorro en pago de intereses tanto internos como externos sería de S/. 88 millones. Por lo cual el déficit estimado en el MMM Revisado se incrementaría en S/. 34 millones.

Es importante destacar que el único supuesto que ha sido modificado con respecto a lo estimado en el MMM Revisado es el de tipo de cambio del Dólar estadounidense con respecto al Nuevo Sol. Es decir, *ceteris paribus*, el efecto de esta apreciación cambiaria sería elevar marginalmente el déficit fiscal del SPNF para los años 2004 y 2005. Sin

<sup>5</sup> Ver el Reporte de Inflación (BCRP) - Mayo 2004, pp. 16.

<sup>6</sup> Elaborado con colaboración de la Dirección de Estudios Macro Fiscales de la DGAES.

<sup>7</sup> El efecto del tipo de cambio para el año 2004 se percibiría a partir del 3er trimestre, puesto que la elaboración del MMM 2005-2007 Revisado suponía la ejecución de los 2 primeros trimestres.

<sup>8</sup> Alrededor del 46 por ciento de los intereses de la deuda interna se paga en dólares.

embargo, otros supuestos pueden ser modificados, por ejemplo si se considera una mayor tasa de crecimiento de demanda interna, la pérdida en ingresos corrientes sería menor que la estimada en este escenario.

En el siguiente cuadro se puede observar efecto de la apreciación del Nuevo Sol en las operaciones del SPNF para los años 2004 y 2005:

OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO  
Millones de Nuevos Soles

	MMM Revisado		Nuevo Escenario		Diferencias	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
I. Ingresos Corrientes Gobierno Central	35 084	38 132	35 020	37 978	- 64	- 154
Ingresos Tributarios	30 805	33 493	30 747	33 353	- 59	- 140
Ingresos No Tributarios	4 279	4 639	4 274	4 625	- 5	- 14
II. Ingresos de Capital	205	262	205	262	0	0
III. Gastos No Financieros Gobierno Central	34 000	36 160	33 991	36 128	- 9	- 32
Gasto Corriente	29 741	31 496	29 741	31 496	0	0
Gasto de Capital	4 259	4 664	4 250	4 633	- 9	- 32
IV. Resto de Operaciones	446	735	446	735	0	0
V. Resultado Primario	1 736	2 969	1 681	2 847	- 54	- 122
VI. Intereses	4 994	5 603	4 966	5 514	- 27	- 88
VII. Resultado Económico	-3 258	-2 634	-3 285	-2 667	- 27	- 34

Fuente: MMM 2005-2007 Revisado, MEF.

Memo:

Tipo de cambio S/. Por dólar	3,46	3,48	3,44	3,42	-0,6%	-1,8%
------------------------------	------	------	------	------	-------	-------

Por último, es importante mencionar que el 66 por ciento de los intereses externos está denominado en dólares, 13 por ciento en euros y alrededor de 11 por ciento en yenes, entre las principales monedas. Por ello, como ejercicio se realizó el cálculo del ahorro en el pago de los intereses externos descontando el efecto de la mayor apreciación del euro y del yen respecto al Dólar, hecho que se observó durante los dos meses transcurridos desde la elaboración del MMM Revisado. Se comparó las cotizaciones de *forwards* de monedas —operaciones donde se pacta la compra/venta de monedas a plazo— registrados en Bloomberg a mediados de agosto con las cotizaciones registradas los primeros días de noviembre (ver siguiente cuadro). El ahorro en el pago de intereses considerando el efecto de la apreciación del euro y el yen respecto del Dólar sería de sólo S/. 12 y S/. 53 millones para el año 2004 y 2005, respectivamente.

Apreciación del Euro y del Yen con respecto al Dólar  
Variación porcentual nominal noviembre - agosto 2004

	2004	2005
Tipo de cambio Euro por Dólar	-1,6	-3,2
Tipo de cambio Yen por Dólar	-1,7	-3,5

Fuente: Bloomberg.

### III.3. PORTAFOLIO DE LOS AGENTES PRIVADOS

Por otro lado, la apreciación del Nuevo Sol también representa una pérdida de capital para los agentes que mantienen ahorros en dólares, los que obtienen una rentabilidad real negativa del orden de 4,3 por ciento por sus depósitos. Esto ha generado un movimiento hacia depósitos en moneda nacional, lo que podría explicar la reducción del coeficiente de dolarización de la liquidez del sistema bancario (60 contra 62 por ciento en diciembre del 2003). Sin embargo, para las empresas y familias endeudadas en dólares, el efecto de la apreciación ha sido claramente expansivo.

### III.4. REDUCCIÓN EN LA RENTABILIDAD DEL SECTOR EXPORTADOR

En lo que respecta al sector exportador, la caída del tipo de cambio representa una reducción de sus ingresos por ventas —en moneda nacional—, así como el incremento de sus costos de producción —mano de obra, insumos intermedios, así como el pago de impuestos— que están principalmente denominados en nuevos soles.

## IV. CONCLUSIONES

Este informe muestra que son principalmente fundamentos macroeconómicos los que explican la apreciación del Nuevo Sol frente al Dólar registrada en la economía peruana en los últimos meses.

Dada la solidez de estos fundamentos, en especial de la práctica consolidación de una tendencia hacia el superávit en la balanza comercial, es previsible que el Dólar se mueva muy moderadamente durante los próximos años. *Ceteris paribus*, el efecto de esta apreciación cambiaria sería elevar marginalmente el déficit fiscal del sector público no financiero. Sin embargo, es probable que si se consideran los efectos adicionales, por ejemplo el efecto expansivo de un aumento en la riqueza neta de los agentes con pasivos en dólares, el resultado final sobre la hoja de balance fiscal sea neutro.

Finalmente, dada la tendencia descrita, sería deseable que se evalúen medidas de política que permitan atenuar la depreciación del Dólar, puesto que esta tiene un efecto adverso sobre la competitividad de las exportaciones. Estas medidas, por ser de corte monetario, deben ser evaluadas y analizadas por el BCRP y deberían orientarse a reducir la sobreoferta de dólares que actualmente muestra nuestra economía.