

Dependencia del dólar

Tras la crisis mundial la
desdolarización se detuvo en
la mayoría de los mercados
emergentes, pero no en Perú

Luis A.V. Catão y Marco E. Terrones



Gente pasando por delante de la Casa de Gobierno, Plaza de Armas, Lima, Perú.

LA DOLARIZACIÓN, o el reemplazo parcial o total de la moneda de un país con otra divisa, se popularizó en América Latina en la década de 1970, cuando la inflación alta y la hiperinflación socavaron la función tradicional de las monedas nacionales como instrumentos estables de intercambio y reserva de valor. Las empresas y los hogares en esos países empezaron a usar monedas extranjeras —por lo general el dólar— para el ahorro y la compra-venta de bienes importantes, como inmuebles.

Con el tiempo el fenómeno fue extendiéndose más allá de América Latina hasta convertirse en un rasgo generalizado de los sectores financieros en muchas economías de mercados emergentes. Para comienzos de la década de 1990, los sistemas bancarios de Turquía y varias economías de África, Asia y Europa oriental acumulaban regularmente cuantiosos activos y pasivos denominados en dólares. La posibilidad de que estos pasivos bancarios denominados en dólares superaran con creces los activos bancarios denominados en dólares suponía un grave riesgo para los sistemas financieros en caso de una devaluación o depreciación fuerte y repentina del tipo de cambio. A los reguladores y las autoridades les preocupaba —con razón, como se constató— que debido al consiguiente marcado encarecimiento de estos dólares, tras una devaluación o depreciación, el desequilibrio entre los activos y pasivos bancarios denominados en dólares pudiera generar cuantiosas pérdidas e inestabilidad financiera sistémica. Este descalce fue causa de algunas de las más graves crisis financieras en economías emergentes a mediados de la década de 1990 y comienzos de la década de 2000: Turquía en 1994, Argentina en 1995 y 2001 y Rusia en 1998.

La dolarización empezó a retroceder a comienzos de este siglo conforme mejoraban las condiciones económicas en muchas economías de mercados emergentes. Los términos de intercambio favorables, los tipos de cambio más flexibles y las mejores políticas económicas —como ser las metas de inflación y la mayor disciplina fiscal— ayudaron a mantener la inflación baja y reducir el riesgo de devaluaciones monetarias repentinas en muchas de estas economías. Pero en años recientes, las fuertes depreciaciones cambiarias, sumadas a un menor anclaje de las expectativas inflacionarias y una mayor exposición de las empresas a deuda denominada en dólares, hicieron menos probable que continuara la desdolarización, lo cual al parecer está sucediendo. Según datos internacionales desde la crisis financiera mundial, la desdolarización se ha detenido o incluso revertido en muchos países de mercados emergentes. Pero las excepciones más notables están precisamente en América Latina, la cuna de la dolarización financiera moderna, donde la desdolarización ha continuado. Un análisis a fondo de la experiencia de Perú arroja ciertas enseñanzas clave en materia de política que pueden ser útiles para otros países.

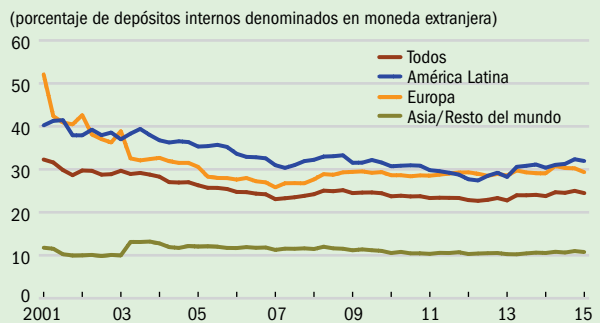
Una perspectiva mundial

Un examen de 28 economías de mercados emergentes en los últimos 15 años revela un grado de dolarización financiera moderadamente alto en Europa y América Latina pero relativamente bajo en Asia y el resto del mundo (véase gráfico 1). Hay dos tendencias comunes y divergentes. La primera es una persistente desdolarización (depósitos bancarios en dólares o euros como

Gráfico 1

Un largo adiós

Desde inicios del siglo hasta la crisis financiera mundial, los sistemas financieros de las economías de mercados emergentes han ido abandonando el uso de monedas extranjeras como reemplazo de la moneda nacional, un fenómeno que ha terminado pero que no se revertió por completo.

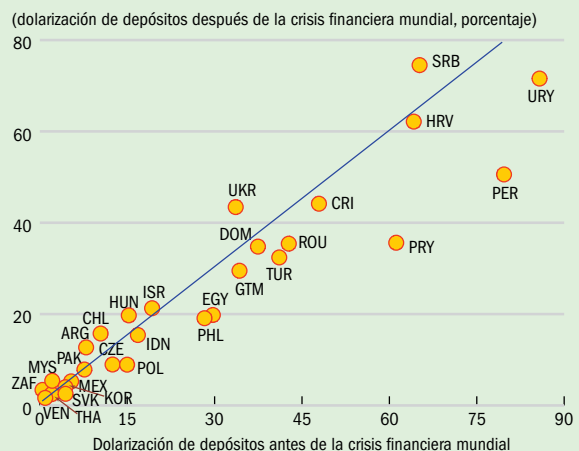


Fuente: Cálculos de los autores.
Nota: Los datos abarcan 28 economías de mercados emergentes en América Latina, Europa y Asia/Resto del mundo.

Gráfico 2

El camino por recorrer

El abandono de las monedas extranjeras que predominó en los años previos a la crisis en las economías de mercados emergentes es superior al vuelco que se produjo después de la crisis.



Fuente: Cálculos de los autores.
Nota: La dolarización de los depósitos es el porcentaje de los depósitos en el sistema financiero de un país que están denominados en una moneda extranjera. El período previo a la crisis mundial va desde 2000:T1 hasta 2006:T3; el período posterior a la crisis va desde 2010:T1 hasta 2015:T4. En las leyendas de datos del gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

un porcentaje de los depósitos totales) desde comienzos de siglo hasta vísperas de la crisis financiera mundial en 2007; la segunda es un aumento de la dolarización en Europa emergente y una reversión de la desdolarización en América Latina desde 2012.

Pero los promedios regionales ocultan variaciones considerables entre los países, que sí se observan en un desglose por país antes y después de la crisis financiera en el gráfico 2. Los países que experimentaron un aumento de la dolarización financiera se sitúan por encima de la línea de 45 grados, y los que experimentaron una disminución de la misma, por debajo. La mayoría

de los países están por debajo de la línea, lo que significa que la desdolarización inmediatamente posterior a la crisis es aun mayor que cualquier dolarización después de 2012.

Si bien el nivel o la dispersión de la desdolarización varió poco en Europa y Asia y en el resto del mundo en los siete años previos a 2007 y en la etapa posterior a la crisis (2010 a 2015), no es el caso de América Latina. Allí la desdolarización continuó años después de la crisis financiera mundial, sobre todo debido a la continua y significativa desdolarización en Paraguay, Perú y Uruguay, tres países altamente dolarizados antes de la década de 2000 y que experimentaron una marcada desdolarización en el período previo a la crisis. Analizaremos la experiencia de Perú, donde el ritmo de desdolarización financiera ha sido muy notable.

Curar la adicción de Perú al dólar

El alto grado de dolarización de Perú en la década de 1990 solo fue superado por los casos de dolarización oficial en Ecuador y El Salvador. El gráfico 3 muestra que para finales de la década de 1990 la dolarización de los depósitos y préstamos bancarios en

Para 2012, la dolarización de los depósitos bancarios había disminuido a menos de 50% y la de los préstamos a menos de 45%.

Perú era de casi 85% y 80%, respectivamente. La dolarización de los depósitos siempre fue mayor que la de los préstamos bancarios, pero en ambos casos con tendencias similares hasta aproximadamente 2000, cuando la desdolarización se disparó. Para 2012, la dolarización de los depósitos bancarios había disminuido a menos de 50% y la de los préstamos a menos de 45%. Para finales de 2015, la dolarización de los préstamos se había reducido a 30%, pero la de los depósitos había aumentado en cierta medida.

Para las autoridades interesadas en reducir la dependencia del dólar en sus países, la cuestión es cómo lograrlo. En el caso

de Perú, que puede servir de guía, el proceso de desdolarización presenta cuatro factores básicos: la adopción de un régimen de metas de inflación, la aplicación de regulaciones que encarecen la gestión de depósitos y la concesión de préstamos en dólares en los bancos, la apreciación persistente del tipo de cambio real y condiciones externas favorables, como los altos precios de las materias primas y la baja aversión mundial al riesgo (Catão y Terrones, 2016).

Perú adoptó un *régimen de metas de inflación* a comienzos de 2002 para controlar la inflación interna cuando gran parte de sus agregados monetarios estaban denominados en dólares. Para alcanzar las metas la idea era fijar tasas de política monetaria a corto plazo para la moneda nacional (el sol) y recurrir a instrumentos no convencionales para controlar el crédito global (gran parte del cual estaba denominado en dólares), y atenuar la volatilidad del tipo de cambio, que puede ser muy desestabilizadora en una economía fuertemente dolarizada como la de Perú. La política tributaria y de gasto (fiscal) fue coherente con la estrategia. El régimen de metas de inflación ha facilitado mucho la desdolarización de los préstamos en Perú al ayudar a reducir y estabilizar la inflación, cuyo promedio rondó el 3% durante el período 2002 a 2015, frente al 55% entre 1991 y 2001. Los préstamos de tasa de interés variable permiten que el reembolso de la deuda en moneda nacional sea más predecible que en moneda extranjera, ya que las metas de inflación se enfocan en la inflación interna, no en la inflación en dólares. De igual forma, en la medida en que el régimen de metas de inflación permite una mayor volatilidad del tipo de cambio frente a las variaciones de la inflación, este desalienta el endeudamiento externo de las empresas cuyos ingresos no están denominados principalmente en dólares.

Aumento del encaje legal

El segundo elemento importante en la desdolarización es la *regulación*. Para desincentivar la dolarización financiera pueden aplicarse impuestos a los préstamos y depósitos en dólares, por ejemplo, diferenciando entre los depósitos denominados en dólares y en soles, y elevando la cantidad de fondos que los bancos deben mantener con el banco central (encaje legal) para los depósitos en dólares. Las reservas en el banco central suelen devengar intereses inferiores a los del mercado, y por eso exigirles a los bancos que las mantengan equivale a gravarles un impuesto similar al interés no percibido. En el caso de los préstamos, las regulaciones también pueden exigir que los bancos constituyan más provisiones para pérdidas en los préstamos denominados en dólares que para los denominados en moneda nacional. Esto eleva el costo marginal de los préstamos en dólares y debería reducir la concesión de nuevos préstamos en esta moneda.

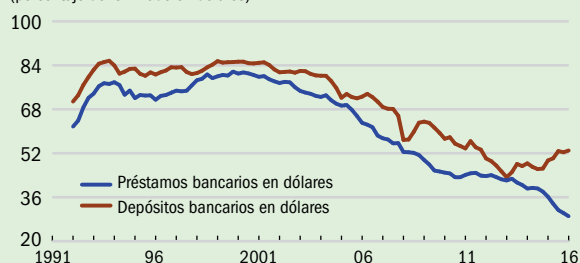
Un análisis económico del período 1990 a 2014 indica que las mayores provisiones para los préstamos en dólares en Perú fueron especialmente útiles para reducir la dolarización tanto de depósitos como de préstamos; por el contrario, la incidencia del encaje legal marginal en los depósitos en dólares fue menor, pero aún significativa. En 2015, el banco central peruano emprendió un amplio programa de desdolarización de los préstamos, que preveía no solo un nuevo aumento del encaje legal marginal de los depósitos en dólares, sino también límites sobre los préstamos para vehículos y las hipotecas en dólares. Esos límites

Gráfico 3

Menor dolarización

A finales de la década de 1990, casi el 85% de los depósitos y el 80% de los préstamos de los bancos de Perú estaban denominados en dólares. Ahora los préstamos en dólares se sitúan en menos de 30%. Los depósitos en dólares han aumentado un poco desde 2012 y rondan ahora el 50%.

(porcentaje denominado en dólares)



Fuente: Cálculos de los autores.



Museo del Banco Central de Reserva, Lima, Perú.

ayudan a explicar la continua desdolarización de los préstamos en comparación con los depósitos desde 2015.

Tercero, *permitir la apreciación del tipo de cambio real* parece ser importante para reducir la dolarización, sobre todo si los fundamentos económicos lo justifican. Es cierto que la desdolarización como consecuencia de la apreciación de la moneda local puede ser mera aritmética: la relación dólares/depósitos totales tiende a reducirse si el tipo de cambio de la moneda local se aprecia. Pero quizás estén en juego otros factores económicos. Cuando el tipo de cambio real se aprecia, los precios de los bienes que se comercian internacionalmente caen en relación con los precios de los bienes no transables. Como estos últimos generan ingresos en moneda local, sus proveedores suelen preferir endeudarse en moneda local. Pero eso no siempre pasa en las economías de mercados emergentes, donde un alza del precio relativo de los bienes no transables puede incentivar los préstamos en dólares al sector de bienes no transables, como el inmobiliario. Pero a medida que el régimen de metas estabiliza la inflación interna, los bancos pierden interés en indexar esos préstamos al dólar.

Parte de la desdolarización peruana en la década de 2000 fue consecuencia de la apreciación a largo plazo del tipo de cambio real. La desdolarización de los depósitos registrada desde finales de 2014 es atribuible en parte a la depreciación de la moneda peruana y a las fuertes perspectivas de depreciación a raíz de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

Fuerzas externas

El cuarto conjunto de factores que incidieron en la desdolarización peruana es el que se refiere a las *fuerzas externas*, como el alto nivel de precios de las materias primas, que al promover el crecimiento económico facilita un retorno a los préstamos y depósitos en moneda local. Ese crecimiento estimula la demanda de préstamos para la expansión de las operaciones del sector de bienes no transables y apuntala la confianza en las políticas

internas. Es decir, las empresas y los consumidores nacionales confían más en la moneda local.

Pero otras fuerzas externas frenan la desdolarización. Por ejemplo, los episodios de aversión al riesgo en los mercados de capital mundiales y las mayores tasas de interés externas suelen estar vinculadas a un aumento de la dolarización financiera. La dolarización provocada por una mayor aversión al riesgo es previsible y mina la confianza generada por los altos precios de las exportaciones de materias primas. Estos factores mundiales explican la desdolarización en Perú en la década de 2000 y, en la medida en que se observen en otros países, ayudan a entender la tendencia común en los mercados emergentes desde 2000 y la desaceleración mundial de la desdolarización tras la crisis.

El importante efecto *positivo* de las tasas de interés mundiales en la dolarización, no obstante, es más confuso. Al abaratar el endeudamiento en dólares, las actuales bajas tasas de interés deberían estimular la oferta de préstamos en dólares en el país. Pero las tasas de interés externas más bajas podrían incentivar a las empresas que compran y venden bienes transables a endeudarse en el exterior más que a nivel local, reduciendo así la demanda de préstamos internos en dólares y la dolarización. En teoría, el efecto neto de las mayores tasas de interés mundiales en la dolarización de depósitos y préstamos es ambiguo. Depende del grado inicial de dolarización y de los costos marginales de gestión de cuentas en dólares y moneda local (Catão y Terrones, 2000). En un país como Perú, donde la dolarización inicial era alta, la disminución de las tasas de interés mundiales debería revertir la tendencia. Según nuestro análisis, este efecto ha predominado en años recientes.

La experiencia de Perú destaca la importancia de cuatro factores en la desdolarización: metas de inflación, regulaciones que encarecen la gestión de depósitos y la concesión de préstamos en dólares en los bancos, apreciación persistente del tipo de cambio real y factores externos favorables, como un alto nivel de precios de las materias primas y baja aversión al riesgo a escala mundial. Algunos factores son inherentes al caso de Perú, pero otros parecen tener una incidencia más amplia (García-Escribano y Sosa, 2011; Mecagni *et al.*, 2015). Estos datos deben ser útiles para formular políticas que ayuden al sector financiero de un país a depender menos de una moneda extranjera. ■

Luis A. V. Catão es Economista Principal y Marco E. Terrones Subjefe de División, ambos del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Catão, Luis A. V., y Marco E. Terrones, 2000, "Determinants of Dollarization: The Banking Side", IMF Working Paper 00/146 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

———, 2016, "Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience", IMF Working Paper 16/97 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

García-Escribano, Mercedes, y Sebastián Sosa, 2011, "What Is Driving Financial De-Dollarization in Latin America?", IMF Working Paper 11/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Mecagni, Mauro, et al., 2015, "Dollarization in Sub-Saharan Africa: Experience and Lessons", IMF Departmental Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).