

Retos de política económica en una economía con dolarización parcial: el caso peruano

CARLOS MONTORO LLAMOSAS *

Pese a estar parcialmente dolarizado, el Perú es el único país donde se implementó exitosamente el Esquema de Metas Explícitas de Inflación. Ello, junto a una política fiscal prudente y al desarrollo del mercado de deuda pública en soles, permitió que disminuyera la dolarización financiera en los últimos años, aunque todavía se encuentra en niveles muy altos. En este artículo se evalúan los riesgos, lo avanzado y la agenda pendiente para reducir la vulnerabilidad financiera causada por la dolarización.



* Miembro de la Unidad de Investigación de la Gerencia de Estudios Económicos del BCRP.

ANTECEDENTES

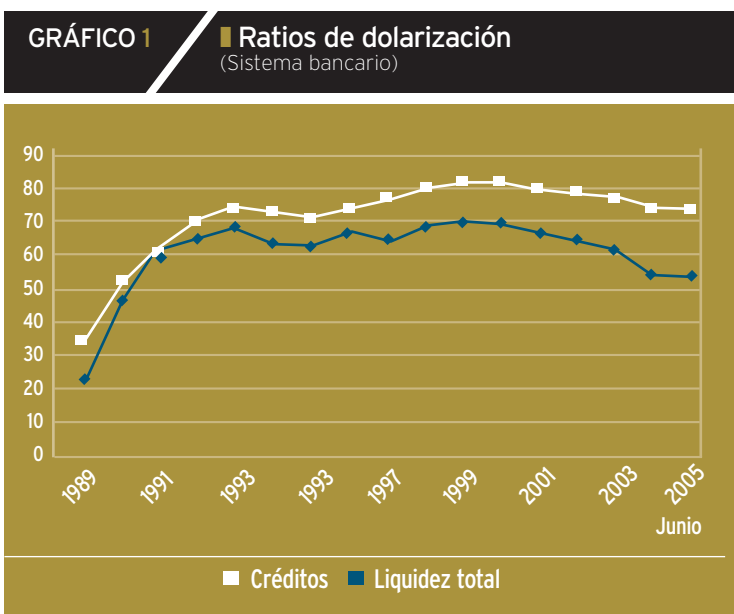
El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) adoptó en 2002 el esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI), bajo el cual se establece un compromiso con la estabilidad monetaria¹. Ello contribuyó a una mayor credibilidad en el manejo monetario y a una menor volatilidad de la inflación. Asimismo, convirtió al Perú en el único caso de una economía con dolarización que implementó exitosamente un esquema de MEI.

La mayor estabilidad monetaria, conjuntamente con una política fiscal prudente y el desarrollo del mercado de deuda pública en soles coadyuvaron a la reducción de la dolarización en los últimos años. Tal como se muestra en el gráfico 1, el grado de dolarización de los agregados monetarios disminuyó de 70 por ciento en 1999 hasta 54 por ciento en el primer semestre de 2005. Mientras, la dolarización de los créditos se redujo de 82 por ciento a 74 por ciento durante el mismo periodo.

Pese a observarse una reducción en la dolarización financiera, esta se encuentra todavía en niveles muy altos debido a un problema de hábitos e histéresis. Histéresis es un término usado en la biología y la física que describe al fenómeno por el cual el estado de un material depende de su historia previa; es decir, reacciona lentamente o no regresa completamente a su estado original luego que desaparece la causa que lo produce.

En la economía de la dolarización, la histéresis existe dado que la gente todavía tiene mucha memoria respecto a los desequilibrios macroeconómicos que originaron la dolarización en un principio; es por ello que se siguen protegiendo de riesgos que ya no existen.

Por otro lado, las tasas de dolarización de las transacciones son bastante bajas en comparación a la dolarización financiera. Como se puede ver en el gráfico 2, la mayor parte de transacciones realizadas en efectivo –cheques, tarjetas de débito, crédito y cajeros automáticos– registradas en el sistema de pago son en soles. Además, se estima que la dolarización de precios es de alrededor del 20 por ciento para el caso del Perú, indicador medido indirectamente por el nivel de traspaso del tipo de cambio a precios.



OCOÑA. Las épocas de hiperinflación e inestabilidad monetaria hicieron famoso a este jirón del Centro de Lima.

¹Siendo más preciso, bajo el esquema de Metas Explícitas de Inflación del Perú el BCRP, se compromete cumplir con una meta de inflación de 2,5 por ciento anual, con un rango de tolerancia de un punto porcentual alrededor de la meta el cual permite dar flexibilidad a la política monetaria.



COSTUMBRE. El viejo hábito de la compra de dólares contribuye a hacer lenta la desdolarización.

Cabe anotar que, si bien la dolarización de transacciones disminuye la efectividad de la política monetaria, esto no es impedimento para tener un control efectivo de la inflación, tal como lo demuestra la experiencia del Perú de los últimos años. Sin embargo, la vulnerabilidad de la economía ante depreciaciones fuertes de la moneda local es consecuencia directa del fenómeno de dolarización financiera. Esto se observa, por ejemplo, cuando los agentes toman créditos en dólares teniendo ingresos en soles, generando así un descalce de monedas en sus balances por lo que incurrir en un riesgo de insolvencia ante incrementos fuertes del tipo de cambio real.

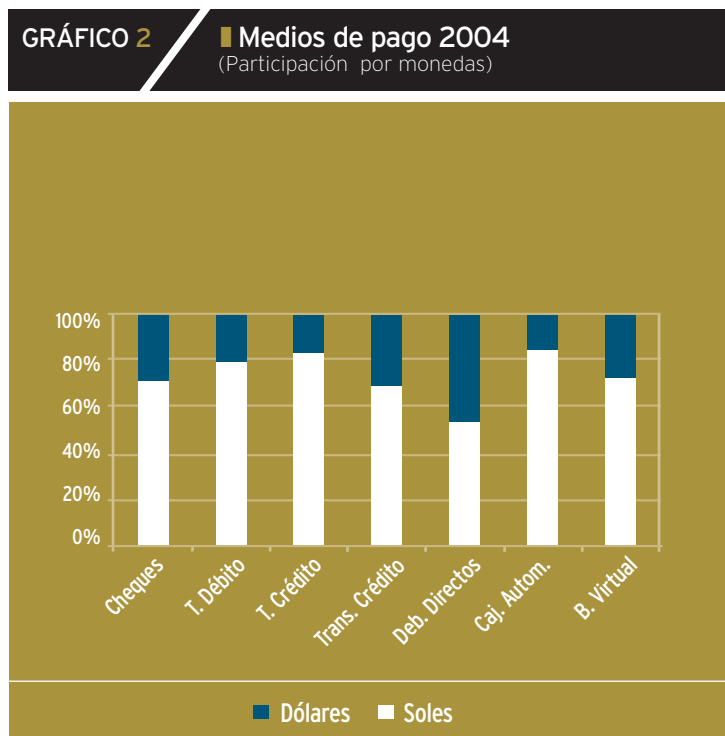
MEDIDAS INICIALES

Por lo mencionado anteriormente -en el contexto de una economía con dolarización- es importante considerar medidas para, por un lado, reducir directamente el grado de dolarización financiera, y por otro, disminuir la vulnerabilidad del sistema financiero a choques cambiarios.

Con respecto a este último problema, el hecho de que luego de la hiperinflación el sistema financiero peruano se empezó a remonetizar principalmente en dólares, representó un factor de alto riesgo debido a que el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia para los depósitos en este tipo de moneda.

Por esta razón, el BCRP aplicó desde un primer momento tasas de encaje muy altas a los depósitos

en dólares, con tasas marginales que han fluctuado entre 50 y 70 por ciento. Actualmente, la tasa de encaje es de 30 por ciento y su cobertura se ha extendido a los pasivos externos. Esta política de encaje permitió que los bancos cuenten con activos líquidos en dólares para enfrentar contingencias en casos de salida abrupta de capitales.



CUADRO 1 ■ **Bonos del Sector Privado**
Participación por monedas (En porcentajes)

Año	Moneda nacional			Moneda
	Nominal	Indexados	Total	Extranjera
2000	1	21	22	78
2001	5	19	24	76
2002	7	19	26	74
2003	11	20	31	69
2004	12	19	31	69
May. 2005	15	19	34	66

Fuente: BCRP

NUEVAS MEDIDAS

Un factor importante para disminuir la dolarización es el progresivo desarrollo de los mercados locales de deuda en nuevos soles, lo que ha sido posible gracias a la adopción del régimen de Metas Explícitas de Inflación que permitió anclar las expectativas inflacionarias y reducir al mínimo la variabilidad de las tasas de interés.

En este sentido, la emisión de Bonos del Tesoro de hasta 15 años en intereses nominales y de hasta 30 años en bonos indexados permitió construir una curva de rendimiento en nuevos soles que sirve de referencia al sector privado para sus emisiones de largo plazo en moneda local. Tal como se puede ver en el cuadro 1, la proporción de los bonos del sector privado en soles aumentó en los últimos 4 años hasta alcanzar el 34 por ciento del total, de los cuales el mayor incremento ha sido en bonos nominales (no indexados).

Asimismo, la emisión de deuda pública en moneda local, al disminuir la exposición al riesgo cambiario del Gobierno, reduce la percepción del riesgo país que tienen los inversionistas extranjeros. En julio de este año, por ejemplo, la agencia de calificación de riesgo Standard & Poor's mejoró la perspectiva del Perú, de "estable" a "positiva" luego de una emisión de deuda en moneda local.

Por el lado de la regulación bancaria en el Perú, la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) ha empezado a dar medidas que buscan internalizar los posibles riesgos financieros relacionados a los descalces en monedas. Entre estas medidas se encuentra el incremento de las provisiones para los créditos

provenientes de deudores expuestos a riesgo crediticio cambiario². La finalidad de ello es que las entidades financieras empiecen a tomar en cuenta el riesgo de descalce cambiario al momento de evaluar la capacidad crediticia de sus clientes.

Por otro lado, dado que existe un problema de hábitos e histéresis, son necesarias medidas que favorezcan la coordinación entre los agentes económicos, tales como la de publicar los precios en moneda nacional³. En este sentido, si bien con esta norma nunca se prohibió poner los precios en dólares –pues podían ser etiquetados en ambas monedas– la mayoría de las firmas decidió fijarlos únicamente en soles. Además de contribuir a la coordinación de los agentes, esta medida favorecerá a la desdolarización financiera, pues muchas personas ahorran en dólares para financiar la compra de bienes duraderos, cuyos precios se encontraban usualmente en esa moneda.

DOLARIZACIÓN DE MIVIVIENDA

Un punto importante a considerar es el alto grado de dolarización en el mercado hipotecario, en especial del programa Mivivienda que se encuentra en su fase de expansión⁴. Al respecto, si bien los fondos de este programa se constituyeron en un inicio en nuevos soles, estos se han dolarizado para cubrir la demanda por préstamos en moneda extranjera.

Actualmente, el 93 por ciento de los préstamos del fondo Mivivienda se encuentran dolarizados. Cabe mencionar que dado que la mayor parte de las familias que acceden a estos créditos tienen ingresos en soles y provienen de estratos econó-

² Según el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio (Res. SBS No. 41-2005 del 14 de abril de 2005), a partir del 01-07-2006 las entidades financieras tendrán que considerar una provisión adicional de hasta 1% para los créditos de deudores con exposición al riesgo cambiario crediticio.

³ Según la Ley 28300 del 1 de julio de 2004, constituye obligación de los proveedores de bienes y servicios cuyos precios se difundan en moneda extranjera que los precios también se consignen en moneda nacional.

micos de clase media, existe una vulnerabilidad importante ante incrementos del tipo de cambio. Además, debido a que estos préstamos son de largo plazo, hasta 20 años, la dolarización en este programa será muy difícil de revertir. Es por ello que se deberían tomar en cuenta medidas más agresivas para reducir la dolarización en este programa, promoviendo los préstamos en nuevos soles. (Gráfico3)

Es así que en la Carta de Intención con el Fondo Monetario Internacional⁵ de este año figura el compromiso por parte del Gobierno de desarrollar un plan operativo para asegurar que al menos el 50 por ciento de los créditos hipotecarios, financiados con recursos del Programa Mivivienda durante el primer semestre de 2006, estén denominados en moneda nacional. También figura el compromiso de la SBS de seguir reforzando la supervisión para asegurar una eficaz implementación de las regulaciones recientemente emitidas en el área de los riesgos cambiarios crediticios.

AGENDA ABIERTA

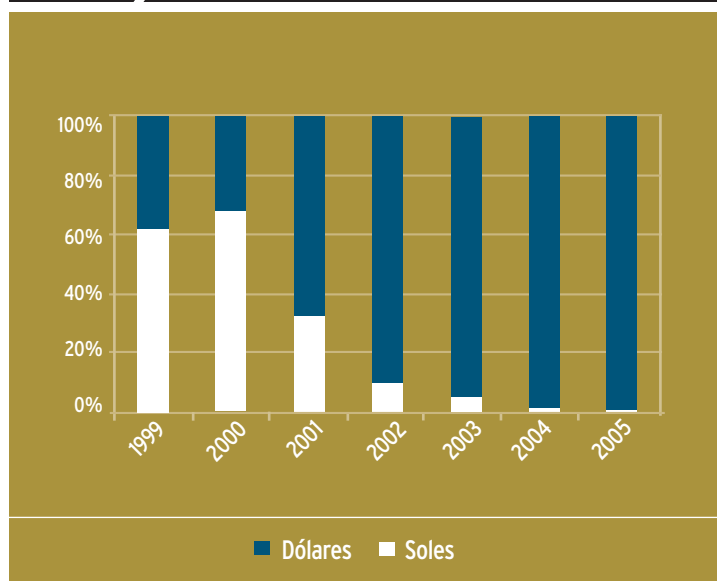
Existe todavía una agenda abierta de medidas para reducir tanto la vulnerabilidad causada por la dolarización, como la dolarización en sí misma. Al respecto, entre otras acciones para lograr este objetivo, el Banco Central viene proponiendo al Congreso de la República la modificación del artículo 1 237 del Código Civil, para restituir plenamente la capacidad del nuevo sol como medio de pago en el territorio nacional; es decir, que no pueda ser rechazado como medio de transacción. Esta medida permitiría devolver a la moneda local las propiedades que tenía antes de la modificación del texto original del Código Civil en 1992 e incentivaría su uso como medio de pago.

Asimismo, considerando que mantener niveles altos de dolarización es una posición riesgosa, el Banco Central viene promoviendo políticas más activas para desdolarizar la economía de manera voluntaria. Sin embargo, la experiencia muestra que no es una tarea fácil cambiar los hábitos de las personas y borrar de la memoria la experiencia pasada de malas políticas económicas. En ese sentido, se requiere además de las medidas detalladas anteriormente, mantener de manera continua políticas monetarias y fiscales que garanticen la estabilidad macroeconómica, así como medidas regulatorias que permitan internalizar los riesgos de la dolarización. ■



EN CRECIMIENTO. MiVivienda está en expansión aunque los créditos otorgados son básicamente en dólares.

GRÁFICO 3 ■ Prestamos Mivivienda
(Composición por moneda)



⁴ El programa MiVivienda es un fondo creado en el año 1998 por el gobierno peruano, para financiar la adquisición y/o construcción de viviendas de interés social (valor no mayor de 35 UITs), mediante el sistema de préstamos hipotecarios.

⁵ Ver: http://www.bcrp.gob.pe/Espanol/WPublicaciones/Pro_economico/C_FMI2005.pdf