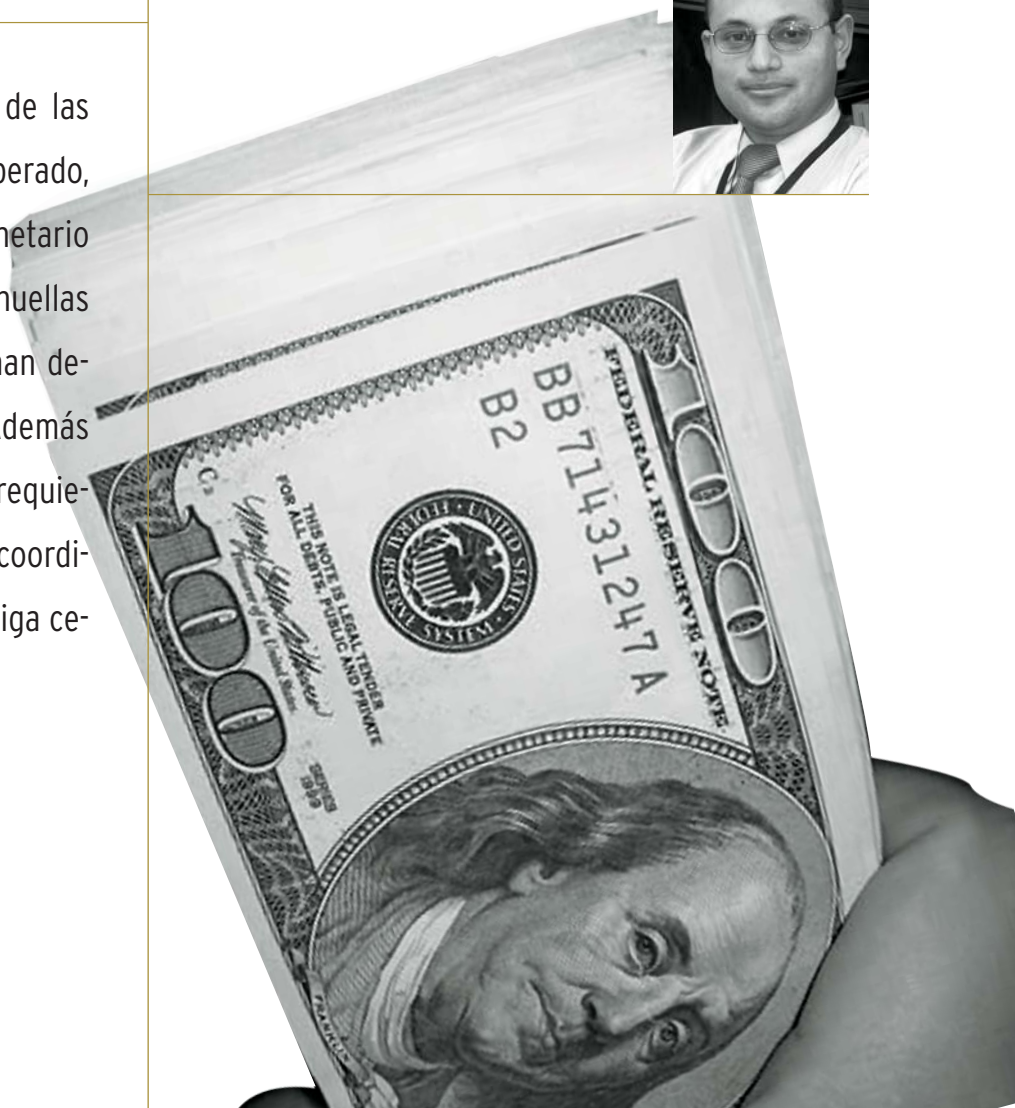


Los costos y riesgos de la dolarización para economías con estabilidad monetaria

Riesgos y lo que queda por hacer

Los altos niveles de inflación de las décadas anteriores se han superado, sin embargo el descontrol monetario del pasado ha dejado algunas huellas como la dolarización, que no han desaparecido completamente. Además de la estabilidad de precios se requiere de una estrategia integral y coordinada para que la dolarización siga cediendo.

PAÚL CASTILLO BARDÁLEZ*



Hace más de una década el reto de la mayoría de bancos centrales en economías emergentes era la reducción de la inflación. Este era el caso, por ejemplo, del Perú de fines de los ochenta, y de Rusia a mediados de los noventa, economías en las que la inflación alcanzó niveles de 7 650 por ciento y 925 por ciento, respectivamente. Casi quince años después, ese reto se ha superado exitosamente y las inflaciones altas ha dejado de ser la característica distintiva de estas economías. Sin embargo, el descontrol monetario del pasado, ha dejado algunas huellas, como la dolarización, que no han desaparecido completamente¹.

La dolarización se ha mantenido en niveles superiores al 50 por ciento en países como Bolivia, Uruguay, Rusia, y Perú, incluso ha aumentado en algunas economías, a pesar de haberse logrado reducir la inflación exitosamente. En el presente artículo, se discuten los riesgos y costos que genera la dolarización, en particular aquellos relacionados con la política monetaria y se justifica por qué es deseable su reducción progresiva.

LA DOLARIZACIÓN GENERA COSTOS Y RIESGOS EN LA ECONOMÍA

Aumenta los costos de transacción

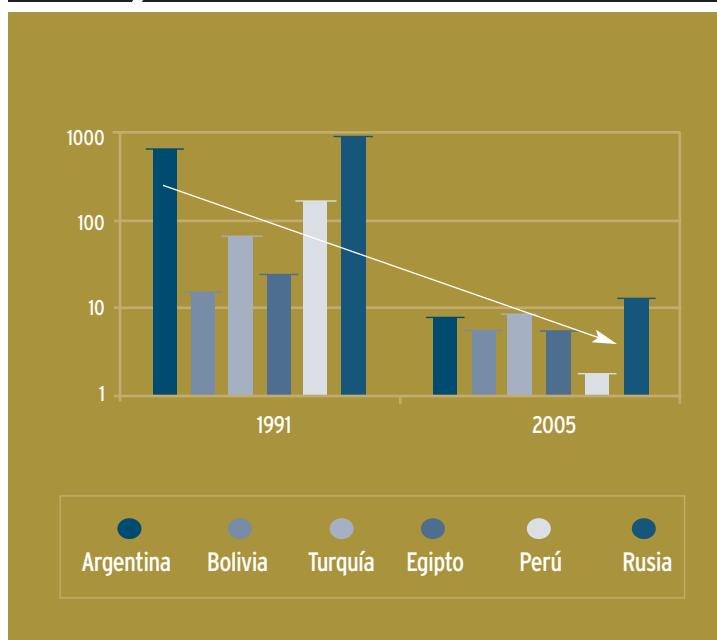
En economías con baja inflación utilizar dos monedas para realizar transacciones es una situación ineficiente, puesto que los costos de transacción son mayores. Algunos de los costos de transacción usuales de usar dos monedas dentro de un mismo país son: las pérdidas por diferencial cambiario, mala distribución del numerario², el costo de importar numerario de la moneda extranjera, y volatilidad de los precios relativos ante fluctuaciones del tipo de cambio.

Genera fragilidad financiera

Muchos países permitieron depósitos y créditos en dólares al momento de implementar sus programas de estabilización con la finalidad de incentivar la generación de crédito doméstico. La alternativa que enfrentaron las autoridades económicas en ese entonces fue permitir que se ahorre y preste en dólares, o simplemente dejar que el ahorro doméstico saliera del país. Sin embargo, el beneficio en términos de intermediación que permitió la dolarización no ha sido gratuito. Como parte del proceso de dolarización muchas empresas y familias que generan ingresos en moneda doméstica, se endeudaron en dólares. Este descalce en sus balances los expone al riesgo de

GRÁFICO

Inflación en países con dolarización



FUENTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS, FMI

insolvencia en circunstancias en las que el tipo de cambio real aumenta bruscamente, situación que en la literatura se ha denominado hoja de balance. En muchas economías emergentes no sólo el sector privado mantiene deudas en dólares sino también el sector público, situación que hace aún más riesgosa la dolarización, puesto que depreciaciones abruptas del tipo de cambio afectarían también la solvencia del sector público. Esta mayor fragilidad de los sistemas financieros en economías dolarizadas tiene implicancias macroeconómicas importantes. Así, Eduardo Levy Yeyati (2005) encuentra que las depreciaciones hacen más probable una crisis a medida que la dolarización financiera aumenta. De igual manera, De nicolò et al (2003) encuentran que sistemas bancarios dolarizados se caracterizan por tener ratios de insolvencia mayores; y Domac y Martínez Peria (2004), que la dolarización de pasivos, el ratio de pasivos con extranjeros respecto a activos locales esta correlacionado positivamente con la probabilidad de una crisis sistémica.

Hace más costosas las crisis financieras y encarecen el financiamiento de la inversión

Esta mayor vulnerabilidad de las economías con dolarización genera un incremento de la probabilidad de ocurrencia de crisis financieras, y del

¹ Investigador del Departamento de Investigación Económica de la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú. Las opiniones vertidas en el presente artículo son propias del autor y no corresponden a las del Banco Central de Reserva del Perú.

² La dolarización se define como la sustitución parcial de la moneda doméstica en sus funciones dinerarias de medio de pago (dolarización de transacciones), reserva de valor (dolarización financiera) y unidad de cuenta (dolarización real).

³ Usualmente la moneda extranjera circula en denominaciones altas porque es costoso de importar grandes volúmenes de denominaciones bajas, lo que genera escasez de numerario de baja denominación en dicha moneda.



potencial costo en términos de pérdida de ingreso asociado a éstas. Tal como lo muestra Céspedes (2005), utilizando una muestra de más de 82 experiencias de crisis financieras, países con niveles altos de dolarización tienden a sufrir mayores pérdidas de ingreso durante los episodios de crisis. Asimismo, los mercados financieros toman en cuenta esta mayor fragilidad financiera exigiendo una prima por riesgo país más alta que encarece el financiamiento para la inversión. Eichengreen, Hausman y Panizza (2003) muestran que la proporción de deuda emitida en moneda extranjera tiene un efecto negativo en la calificación de riesgo de un país; a mayor dolarización de la deuda, los países tienden a recibir una menor calificación de riesgo. Así, países como la India y Tailandia que muestran niveles de deuda y de déficit fiscales por encima del promedio de América Latina, pero cuya composición de deuda esta concentrada en moneda doméstica, reciben mejores calificaciones de riesgo que economías latinoamericanas que tienen menores déficit fiscales y niveles de deuda.

Reduce la flexibilidad de la política monetaria

En el caso extremo de la dolarización de Jure, en la que el Banco Central renuncia a su política monetaria y adopta de manera unilateral el dólar como único medio de pago, como el caso del Ecuador y el Salvador, no existe política monetaria y no se puede utilizar las fluctuaciones en el cambio para absorber choques externos. Con dolarización de Jure o tipos de cambios fijos, la economía se ajusta ante choques externos mediante deflaciones que

“ El Banco Central busca reducir el riesgo de que cambios abruptos en el tipo de cambio real activen el efecto hoja de balance ”

generan recesiones profundas y alto desempleo (Argentina 2002). Por el contrario, cuando el tipo de cambio es perfectamente flexible, un choque externo negativo, como una caída en los términos de intercambio, puede absorberse a un costo menor, a través de una depreciación real que estimule las exportaciones.

Con niveles de dolarización altos y tipos de cambios flexibles, la economía está en una situación intermedia, puesto que tal flexibilidad permite absorber choques externos pero en menor medida debido a la dolarización. Puesto que en economías con dolarización, la posibilidad de crisis financiera aumenta a medida que mayor sea la

volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central usualmente orienta parte de sus esfuerzos de política monetaria a reducir dicha volatilidad. En particular, el Banco Central busca reducir el riesgo de que cambios abruptos en el tipo de cambio real, activen el efecto hoja de balance, por lo que en estos casos la efectividad de los tipos de cambio flexibles para absorber choques externos disminuye. No sólo eso, sino que también la menor flexibilidad cambiaria puede generar los incentivos para que los agentes continúen manteniendo altos niveles de dolarización en sus portafolios, haciendo aún más complicado el accionar del Banco Central.

¿QUÉ HACE A LA DOLARIZACIÓN TAN PERSISTENTE?

Existen varios factores que contribuyen a perpetuar el carácter bimonetario de economías como la peruana. En primer lugar, los sistemas de pagos de muchas de nuestras economías se han adaptado, haciendo relativamente barato el uso del dólar como medio de pago. Así por ejemplo, las cajas registradoras de tiendas y los sistemas de contabilidad de muchas empresas permiten realizar operaciones rutinariamente en dos monedas. Asimismo, los bancos ofrecen disponibilidad de dólares en ventanilla y en cajeros automáticos al mismo costo que lo hace para medios de pago en soles.

En segundo lugar existen algunos subsidios implícitos al uso del dólar, que lo hacen atractivo. Por ejemplo, en muchos países la protección del fondo de seguro de depósito no discrimina entre depósitos en moneda nacional y extranjera a pesar de que los depósitos en moneda extranjera incrementan el riesgo de insolvencia del banco al exponerlo al riesgo crediticio cambiario. A diferencia de los depósitos en moneda doméstica, que cuentan con el respaldo del banco central como prestamista de última instancia, los depósitos en dólares cuentan con un respaldo limitado por el monto de activos líquidos que mantienen los bancos, que incrementa la probabilidad de quiebra de la entidad financiera en caso de una reducción abrupta de liquidez en moneda extranjera. Bajo estas circunstancias, la persona que hizo un depósito en dólares en un banco que quiebra debido a una depreciación abrupta del tipo de cambio real, recibirá del fondo de seguro de depósitos en términos reales un monto mayor que otro depositante que mantuvo ahorros por el mismo monto, pero en moneda nacional³. Este sesgo en la regulación bancaria induce a los depositantes a mantener una mayor proporción de sus ahorros en moneda extranjera.

Asimismo, en muchos países la regulación bancaria no ha incluido el riesgo crediticio cambiario para la determinación de provisiones o de niveles de capital. Tal como lo reportan Cayazzo, Heysen, García Pascual y Gutiérrez (2005)⁴ ningún país con dolarización exige mayores requerimientos de capital para activos en moneda extranjera en relación con activos en moneda nacional. El mismo trabajo reporta que en la mayoría de países con dolarización no se ha emitido regulación explícita para el manejo y control del riesgo crediticio inducido por el riesgo cambiario. Estas omisiones en la regulación generan externalidades en el sistema financiero que inducen a una mayor dolarización puesto que los bancos privados no internalizan los costos de aumentar la fragilidad de todo el sistema asociados a la intermediación en moneda extranjera.

Por otro lado, como lo muestran Ize y Yeyati (2003), y Broda y Yeyati (2003), cuando los agentes perciben que el Banco Central prioriza la estabilidad del tipo de cambio a la estabilidad de la inflación, éstos tienden a concentrar sus ahorros en moneda extranjera. Algunos bancos centrales intervienen en el mercado cambiario buscando reducir el efecto negativo de devaluaciones bruscas en los balances de las empresas y familias; sin embargo este tipo de intervención puede generar incentivos para un mayor dolarización. Asimismo, como lo muestran Castillo y Winkelried (2005), la falta de una adecuada estrategia de comunicación por parte del Banco Central de las bondades de los esquemas de tipos de cambio flexibles, especialmente al segmento menos informado de depositantes, puede hacer más persistente



³ A diferencia de los depósitos en moneda nacional los depósitos en moneda extranjera incrementan su valor real cuando el tipo de cambio real aumenta.

⁴ Artículo presentado en la conferencia sobre las implicancias de política económica de la dolarización, realizada en Lima en abril del 2005, organizada conjuntamente por el Banco Central de Reserva del Perú y el Fondo Monetario Internacional.

la dolarización. Por lo tanto, el reto de los bancos centrales en economías con dolarización consiste en permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio, sin generar costos excesivos en la economía, manteniendo un compromiso firme con su meta explícita de inflación, y una adecuada estrategia de comunicación de las bondades del mismo.

¿QUÉ PUEDE HACER EL BANCO CENTRAL PARA REDUCIR LA DOLARIZACIÓN Y MINIMIZAR SUS RIESGOS?

Una condición necesaria, aunque no suficiente, para incentivar un proceso gradual de reducción de la dolarización es mantener la estabilidad monetaria. Sin niveles de inflación bajos y estables no es posible pensar en reducir los niveles de dolarización. Sin embargo, esta no es una condición suficiente. Adicionalmente, se requiere eliminar paulatinamente los subsidios que incentivan el uso del dólar; por ejemplo, adecuar la regulación bancaria para que las entidades financieras internalicen adecuadamente los riesgos de intermediar en moneda extranjera. Asimismo, es importante promover la creación de instrumentos financieros de largo plazo en moneda local y desincentivar los préstamos en moneda extranjera, en particular aquellos que generan mayor riesgo, como los hipotecarios. Particularmente relevante y urgente es la promoción del desarrollo de mercados de cobertura, como derivados y futuros de tipo de cambio. La provisión de cobertura en estos mercados, permitiría al banco central otorgar mayor flexibilidad en el tipo de cambio, sin generar costos asociados a los descalces de monedas.

Sin embargo, mientras se implementen este conjunto de medidas orientadas a reducir la dolarización, es necesario contar con otras, de contingencia, que permitan minimizar sus riesgos, como mantener niveles de reservas internacionales y encajes en moneda extranjera altos que permitan contar con la liquidez necesaria en dólares en caso de una salida abrupta de capitales. El reto para el Banco Central es minimizar los riesgos de las fluctuaciones del tipo de cambio, sin reducir su volatilidad al punto de generar incentivos para que la dolarización se perpetúe.

El Perú ha venido poniendo en marcha varias de las recomendaciones discutidas anteriormente, en particular el Banco Central desde 2002 adoptó el régimen de metas explícitas de inflación y la tasa de interés como instrumento de control monetario, permitiendo una reducción importante en la volatilidad de las tasas de interés, la inflación y las expectativas de inflación. Asimismo, se están promoviendo una serie de medidas adicionales orientadas a que los agentes financieros internali-

Particularmente relevante y urgente es la promoción del desarrollo de mercados de cobertura.

cen los riesgos asociados a la intermediación en moneda extranjera⁵, y el gobierno está impulsando el desarrollo del mercado de deuda local en moneda nacional. Todas estas medidas han permitido una reducción más acelerada de los niveles de dolarización financiera en los últimos años.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

Si bien es cierto que se han logrado avances importantes en el camino hacia devolverle a la moneda doméstica su plena capacidad como dinero (medio de pago, depósito de valor), todavía queda mucho por recorrer. En ese sentido, la persistencia de la dolarización y los costos y riesgos que genera, nos deben recordar lo costoso que puede resultar el borrar de la memoria de las personas la experiencia pasada de políticas económicas erradas, y lo importante que es cuidar la estabilidad monetaria y fiscal.

SOLES. La publicación de los precios en moneda nacional, medida promovida por el BCRP, ha contribuido a un mayor uso del sol en las transacciones.



⁵ Como la provisión adicional de hasta 1 por ciento para los créditos deudores con exposición al riesgo crediticio cambiario que entrará en vigencia a partir del 1 de julio de 2006.