



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

ECONOMÍA

EL EFECTO DEL MANEJO MONETARIO Y FISCAL SOBRE LA DESDOLARIZACIÓN EN EL PERÚ

TRABAJO DE SUFICIENCIA PROFESIONAL PRESENTADO PARA OPTAR AL
TÍTULO PROFESIONAL DE LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTADO POR:

CESAR ANTONIO DE LA CRUZ OTERO

Lima, Enero 2021

RESUMEN

La dolarización ha tenido un impacto negativo en la economía peruana, agravado por la situación económica de hiperinflación y déficit fiscal. Debido a esto el Perú se vio obligado a pasar por un proceso de desdolarización. Para lograr esto, se usaron dos herramientas principales: política fiscal y monetaria. Estas medidas, como desincentivar el uso de dólares, control de gastos del gobierno e inflación meta, lograron dar confianza la moneda local el sol y mejorar la percepción del país al resto del mundo.

ABSTRACT

Dollarization had a negative impact on the Peruvian economy, aggravated by the economic situation of hyperinflation and fiscal deficit. Due to this, Peru was forced to go through a process of de-dollarization. To achieve this, two main tools will be used: fiscal and monetary policy. These measures, such as discouraging the use of dollars, control of government expenditures and target inflation, managed to give confidence in the local currency the sol and improve the perception of the country to the rest of the world.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN.....	ii
INDICES DE GRAFICOS.....	iii
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO.....	2
1. La dolarización y sus riesgos.....	2
2. La desdolarización y las políticas de respuesta	3
CAPÍTULO II. EVIDENCIA EMPÍRICA.....	5
2.1. Política monetaria: la estabilidad de la inflación y otras medidas.....	7
2.2. Política fiscal: control del déficit, la deuda y el desarrollo del mercado local ...	8
2.3. Medidas recientes	10
CONCLUSIONES.....	11
1. Conclusiones	11
2. Limitaciones: No se ha revisado, cosas que funcionan cosas distintas.	12
3. Recomendaciones:.....	12
BIBLIOGRAFIA.....	13
Anexo 1	16

INDICE DE GRAFICOS

Gráfico 1: Inflación e incremento de la dolarización (1970-2000).....	6
Gráfico 2: Deuda Publica como % del PBI y Ranking Moody's (1999 – 2019).....	9
Gráfico 3: Resultados Económicos como % del PBI.....	10

INTRODUCCIÓN

La dolarización es un fenómeno que suele generar gran preocupación en los agentes económicos y hacedores de política económica. Lo que podría iniciar como el simple uso de una moneda extranjera de forma adicional a la local, rápidamente puede convertirse en un escenario en el que la primera adopta (de forma parcial o inclusive total) las principales funciones monetarias de la segunda. En dicha situación, una economía se vuelve particularmente sensible tanto a cambios en el valor del dólar como a otros shocks relacionados a este, lo que a su vez implica una exposición a diversos riesgos, tales como un deslace cambiario (Chang y Velasco, 2001) o un riesgo de liquidez (Rajan y Tokatlidis, 2005).

Como consecuencia, la desdolarización se convierte en un objetivo prioritario para los Gobiernos e instituciones monetarias. Sin embargo, escoger políticas y herramientas efectivas para reducir los niveles de dolarización supone un reto. Reinhart, Rogoff y Savastano (2014) y Galindo y Leiderman (2005) revisan experiencias de desdolarización en distintos países del mundo y muestran que pese a que la gran mayoría utilizó medidas financieras que desincentivaban la dolarización, hubo una gran disparidad de resultados, siendo solo un puñado de países los que lograron una reducción significativa.

En ese sentido, analizar a detalle las características de un proceso de desdolarización resulta de gran importancia para determinar qué factores contribuyen a la eficacia de un paquete de medidas que busque atacar dicho problema. El caso peruano es un buen ejemplo para ello, ya que se trata de una economía que fue altamente dolarizada, pero que ha experimentado una desdolarización pronunciada en comparación a otras economías en una situación similar (Catao & Terrones, 2016).

Así, el objetivo de este documento es evaluar el efecto del manejo monetario y fiscal sobre la desdolarización en el Perú. Ambas dimensiones han sido reconocidas por la literatura por jugar un papel clave en este proceso (Armas, 2016; García-Escribano, 2011; Rossini, 2016), por lo que el análisis se centrará en estas. La hipótesis a desarrollar postula que las políticas ejecutadas, en especial aquellas lideradas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), contribuyeron positivamente a la desdolarización a lo largo del siglo XXI.

El resto del documento se divide en las siguientes secciones. El capítulo 2 muestra el marco teórico de un proceso de dolarización y sus riesgos relacionados, a raíz de los cuales surgen políticas de respuesta para iniciar un proceso de desdolarización. El tercer capítulo parte de dicho marco teórico para analizar por medio de literatura y evidencia empírica el proceso de dolarización y desdolarización en el Perú, con énfasis en las políticas monetarias y fiscales. Finalmente, la sección cuatro concluye, identifica limitaciones y realiza recomendaciones.

CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO

1. La dolarización y sus riesgos

Si bien la dolarización puede referirse comúnmente al uso de una moneda extranjera (el dólar) en reemplazo de o a la par de una moneda local para realizar intercambios, un concepto más amplio, y sobre el que recae el interés de la literatura económica, se refiere al grado en el que las transacciones financieras y reales se ejecutan en dólares en relación a la moneda local (Ortiz, 1983). Bajo esta idea, un elevado nivel de dolarización implica una alta participación del dólar en ámbitos en los cuales la moneda local ocupaba el rol principal (es decir, esta última ha sido desplazada).

La literatura abarca esta característica de la dolarización al plantear que el proceso empieza cuando el dólar reemplaza a la moneda nacional en al menos una de sus tres funciones monetarias: unidad de cuenta, medio de cambio, y depósito de valor¹ (Calvo y Vegh, 1996). Savastano (1996) señala que dicho proceso suele seguir un camino marcado: producto de inestabilidades macroeconómicas, los agentes económicos utilizan el dólar como un medio de ahorro por encima de la moneda local; luego, estos comienzan a transar en dólares, sobre todo en bienes durables, lo cual resulta en que algunos precios se colocan en dicha moneda; en un último momento, y ya con los anteriores dos fenómenos arraigados, el sistema bancario adopta el uso de dólares para depósitos y créditos, lo que se conoce como dolarización financiera.

En particular, la literatura señala que la dolarización se ha originado usualmente luego de episodios de alta y duradera inflación; por ejemplo, en Latinoamérica, donde ocurrieron múltiples episodios de inflación elevada y sostenida en el tiempo, la dolarización fue un fenómeno recurrente (Ozsoz y Rengifo, 2016; Catao y Terrones, 2016). Esta característica del proceso de dolarización es clave puesto que explica por qué el dólar se convierte rápidamente en la opción preferida para el intercambio y ahorro: utilizarlo es una respuesta racional para enfrentar la pérdida de valor de la moneda local producto de la inflación (Fernández-Arias, Levy Yeyati, y Morón, 2006; Rajan y Tokatlidis, 2005).

Ahora bien, la dolarización supone importantes riesgos para una economía, sobre todo si el proceso ya se ha arraigado hasta un elevado nivel de dolarización financiera. Primordialmente, las economías dolarizadas se exponen a los descalces cambiarios (el famoso efecto hoja de balance) y a un riesgo de falta de liquidez (Armas, 2016).

En el caso del primero, la presencia de activos y pasivos en distintas monedas significa que aumentos considerables en la depreciación de la moneda pueden conllevar a la insolvencia de los agentes económicos con un alto porcentaje de deuda en la moneda extranjera (tanto en los hogares

¹ Según Honohan, Nicolás, y Ize (2005), esto implica la existencia de hasta tres tipos de dolarización: la dolarización de los pagos, la dolarización de precios, y la dolarización de activos y pasivos.

como los bancos, e inclusive en el Gobierno) (Ozsoz y Rengifo, 2016). En el caso del segundo, la economía se expone a choques que puedan generar una escasez del dólar, lo que puede dar pie a diversas crisis en el sistema financiero, puesto que el banco central del país no puede ejercer su rol de prestamista de última instancia (Fernández-Arias, Levy Yeyati, y Morón, 2006).

Es así que la materialización de estos riesgos es un enorme peligro para las economías dolarizadas. De Nicoló, Honohan, e Ize (2003) muestran que una alta dolarización se asocia con una inestabilidad financiera generalizada. Calvo, Izquierdo, y Mejía (2004) encuentran que la dolarización de pasivos tiene a predecir las reducciones abruptas en flujos de capitales. A un nivel agregado, Levy Yeyati y Rey (2006) muestran que las economías con dolarización financiera son más propensas a experimentar un menor y más volátil crecimiento. A su vez, Gulde, Hoelscher, Ize, Marston, y De Nicoló (2004) encuentran que las crisis sistemáticas que ocurrieron en varias economías emergentes dolarizadas en la década de 1990 fueron producto de los problemas de solvencia y liquidez.

2. La desdolarización y las políticas de respuesta

A raíz de los riesgos asociados a la dolarización, es evidente para los hacedores de política que esta representa un problema. En especial, la efectividad de la política monetaria y macroeconómica de un país se ve limitada, puesto que afectar directa o indirectamente el tipo de cambio puede dar inicio a alguno de los desequilibrios antes descritos (Cook, 2004; Calvo y Reinhart, 2002; Levy Yeyati, Sturzenegger, y Reggιο, 2010). Sin embargo, la literatura también muestra que iniciar y mantener un proceso de desdolarización no es sencillo.

Por un lado, políticas que intentan reducir la dolarización “de golpe” traen consigo un costo de desintermediación financiera (Fernández-Arias, Levy Yeyati, y Morón, 2006). Forzar a los agentes a dejar el uso del dólar cuando este está arraigado en el sistema financiero conlleva a una reducción generalizada en préstamos y depósitos, lo que debilita a la banca e incluso puede generar la aparición de una banca paralela. De igual forma, castigar a un sistema de pagos que se basa en el intercambio de dólares puede contraer la actividad económica, puesto que la moneda local ya no es un sustituto.

Por otro lado, una característica de la dolarización es que esta suele ser persistente, incluso si la inestabilidad macroeconómica que dio pie a esta ha desaparecido (Calvo y Vegh, 1992; Winkelried y Castillo, 2010; Reinhart, Rogoff, y Savastano, 2014). Ya sea por la falta de confianza de los agentes económicos en la moneda local o en las políticas macroeconómicas (que en el imaginario de la población son sinónimos de crisis), o porque el costo de cambiar a la moneda local sigue siendo elevado en sus diferentes aristas, entre otros motivos, lograr un cambio voluntario de la moneda luego de una alta dolarización resulta un desafío.

Por estas razones, un proceso de desdolarización exitoso requiere no solo empezar por corregir los desequilibrios macroeconómicos, sino que debe además involucrar medidas que alineen los incentivos privados (del público y la banca) hacia un menor uso del dólar, bajo circunstancias que vuelvan a la moneda nacional más atractiva (Fernández-Arias, Levy Yeyati, y Morón, 2006). En pocas palabras, se requiere una estrategia que apunte a crear competencia para el dólar, en vez de simplemente tratar de “deshacerse de él”.

Diversas herramientas pueden adecuarse a dicha estrategia. Por ejemplo, Catao y Terrones (2016), luego de una revisión de literatura, señalan que la adopción de metas de inflación, requerimientos de capital, o la taxación directa e indirecta de préstamos y depósitos en dólares son ciertos instrumentos monetarios que desincentivan la dolarización financiera.

Por el lado de políticas que beneficien a la moneda local para que compita con el dólar, se tiene la aplicación de activos y préstamos indexados a la inflación, deuda pública denominada en la moneda nacional, el fortalecimiento de dicha moneda por medio de un mejor posicionamiento internacional, entre otros (Levy Yeyati y Rey, 2006). Del mismo modo, la regulación bancaria juega un rol importante, ya que esta debe diseñarse para favorecer el rol de la moneda nacional en el sistema financiero (Fernández-Arias, Levy Yeyati, y Morón, 2006).

Sin embargo, también es clave contar con condiciones favorables que abarquen a toda la economía para desarrollar una estrategia de desdolarización. Quizás uno de los factores más importante sea la construcción de confianza en las instituciones que guían la economía del país, puesto que a mayor confianza las políticas de respuesta tendrán una mayor credibilidad, lo que puede asegurar que la moneda local será un buen sustituto del dólar más allá del corto plazo (Ozsoz y Rengifo, 2016).

A su vez, puede haber factores externos a los países que afecten la efectividad de las políticas. Por ejemplo, la aversión al riesgo de los mercados financieros globales suele movilizar el flujo de dólares entrante y saliente de un país; el caso más común es durante una crisis internacional, pues las personas buscaran refugiarse en la moneda fuerte por excelencia, que es el dólar (Catao y Terrones, 2016).

En síntesis, la dolarización es un proceso que puede crecer rápidamente una vez que el dólar ha reemplazado una de las funciones monetarias de la moneda nacional. Por el contrario, la desdolarización es un proceso mucho más lento ya que debe combatir las preferencias arraigadas de los agentes económicos por el dólar, las cuales pueden perdurar después de haberse corregido las causas de inestabilidad que propiciaron el alza de su uso. Una estrategia de desdolarización debe, por consiguiente, formular políticas que incentiven a los agentes a acudir a la moneda local, generando al mismo tiempo condiciones que le favorezcan.

CAPÍTULO II. EVIDENCIA EMPÍRICA

Una vez descrito el marco teórico, en esta sección se presentará evidencia empírica del caso peruano, una economía que alcanzó un elevado nivel de dolarización, pero que ha podido reducirlo sustancialmente a lo largo del siglo XXI. De esta manera, a continuación, se abordarán ciertos datos y estudios que detallan el antes y después del proceso de desdolarización peruano. Como se mencionó anteriormente, se distinguirá entre políticas fiscales y monetarias, las cuales han sido las más importantes de acuerdo con la literatura, con un actor principal: el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Se analizará el efecto que estas tuvieron en la dolarización, y se contrastará con lo estipulado por la teoría respecto a una estrategia exitosa de desdolarización.

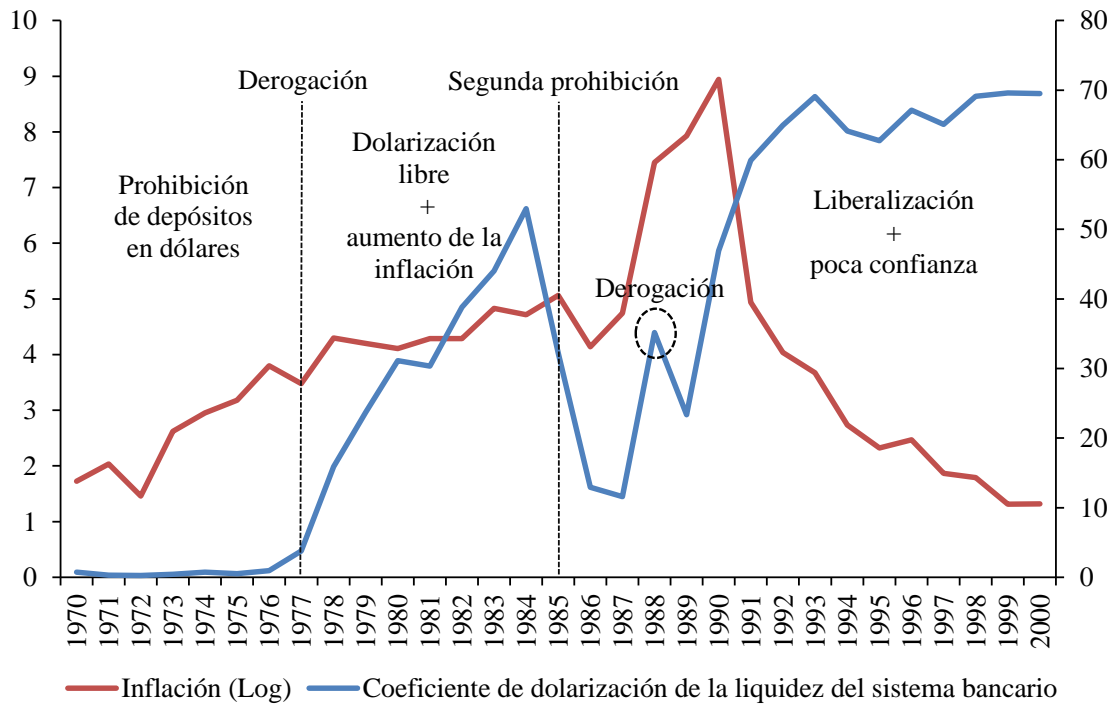
1. Antecedentes

En el Gráfico 1 se observa que el proceso de dolarización en el Perú fue particular, ya que este se desarrolló a la par de intentos forzosos para detenerlo. De acuerdo con Armas (2016), a inicios de la década de 1970 la dolarización (financiera) fue prácticamente nula debido a una prohibición legal de realizar depósitos en dólares. No obstante, y como se mencionó en el marco teórico, intentar parar “de golpe” la dolarización supone un daño en la intermediación financiera, por lo que tarde o temprano debe realizarse una corrección. En efecto, a finales de la década el Gobierno se vio obligado a derogar esta prohibición producto de una reducción en el crédito.

Los años posteriores se caracterizaron por un aumento de la dolarización causado no solo por la libertad de utilizar los dólares en transacciones financieras, sino también por el alza de la inflación (en conformidad por la teoría detallada en la sección anterior, el sol perdía su valor, por lo que los agentes económicos se protegían mediante el dólar). Una segunda prohibición se ejecutó a mediados de la década de 1980, pero los problemas en la intermediación volvieron, llevando a su derogación. Sin embargo, en esta oportunidad la inflación empezó a aumentar hasta su punto más alto (el famoso episodio de hiperinflación), lo cual, sumado al resto de desequilibrios económicos del gobierno de turno, generó que tanto la población como el sistema financiero peruano desconfiaran de la estabilidad del país, movilizándolo sus capitales (en su mayoría, claro está, en dólares) fuera de los mercados formales (Rossini, 2016).

Ya a inicios de la década de 1990, la liberalización económica y aumento de la estabilidad macroeconómica permitieron el retorno de los capitales dolarizados a un ritmo elevado. Por supuesto, la falta de confianza de la población en las instituciones generó la persistencia de la dolarización pese a que la inflación se redujo considerablemente. El resultado hacia el año 2000 fue de un coeficiente de dolarización de la liquidez del sistema bancario prácticamente igual a 70%.

Gráfico 4: Inflación e incremento de la dolarización (1970-2000)



Fuente: Armas (2016), BCRP. Elaboración propia.

Cabe señalar que si bien hasta el momento solo se ha hecho referencia a la dolarización financiera, aquella relacionada a la pérdida de la función monetaria de depósito de valor, la literatura también muestra que el sol perdió sus otras dos funciones frente al dólar (medio de cambio y unidad de cuenta). Castellares y Toma (2020) muestran evidencia de que los precios de varios bienes no durables, durables y servicios se colocaban en dólares en el periodo 1995-2004; en particular, encontraron que el rubro de ropa y otros servicios poseían elevados porcentajes de dolarización de precios. De igual manera, Montoro (2006) muestra que en el mismo periodo que la dolarización del Índice de Precios al Consumidor (IPC) sin contar alimentos era aproximadamente de 30%, siendo los aparatos electrodomésticos, artículos recreativos y los vehículos aquellos con el mayor nivel de dolarización. En cuanto a la dolarización de las transacciones, se ha registrado que el sistema de pagos sí estuvo parcialmente dolarizado a inicios del nuevo milenio, pero en menor medida en comparación con el resto de dimensiones de este fenómeno (García-Escribano 2011; Armas, 2016).

2. El proceso de desdolarización en el Perú

Los últimos años del siglo XX y primeros años del siglo XXI mostraron al Perú los riesgos que la dolarización trae consigo. La crisis de liquidez global de 1998 ocasionó una contracción en el crédito bancario y de los capitales de corto plazo, situación que el BCRP no podía combatir con mayor liquidez al no ser prestamista de última instancia en dólares (Rossini, 2016). Esto, sumado

a la incertidumbre internacional causó una depreciación del sol, con lo cual el patrimonio de familias, empresas y bancos fue deteriorado (en concordancia con el riesgo de hoja de balance).

Por consiguiente, ejecutar medidas para iniciar un proceso de dolarización se presentaban como urgentes para los hacedores de política. Las políticas diseñadas tuvieron un importante efecto reductor en el nivel de dolarización pues, como se observará, contenían las características clave de una estrategia exitosa.

2.1. Política monetaria: la estabilidad de la inflación y otras medidas

Posiblemente la adopción de metas explícitas de inflación por parte del BCRP en el año 2002 fue la política más esencial para reducir los niveles de dolarización en la economía peruana. Por ejemplo, Catao y Terrones (2016) estiman el efecto de distintos factores internos y externos en la dolarización del crédito en el Perú en el periodo 1993-2014, y encuentran que el factor doméstico más importante ha sido las metas de inflación.

La literatura que detalla el caso peruano ahonda en ello al argumentar que la dolarización se redujo por medio de esta medida gracias a su contribución a la estabilidad macroeconómica y a la confianza en la moneda nacional (Rossini, 2016; Contreras, Quispe, Regalado y Martínez, 2017; Castillo, Montoro y Tuesta, 2008; García-Escribano, 2011). En efecto, el beneficio de este mecanismo no solo fue reducir la volatilidad de la inflación, lo cual como ya se ha visto no es condición suficiente para que el proceso de desdolarización tenga frutos, sino que además ancló las expectativas de los agentes económicos respecto al valor del sol en el tiempo. En particular, asemejar la inflación doméstica con la extranjera (por medio de una primera meta de 2%) era una señal combinante de que el sol podía competir con el dólar, al menos en su función de depósito de valor (Armas, 2016; Vega, 2018). El éxito del BCRP en mantener la inflación en el rango meta no hizo más que retroalimentar la confianza del público en que la institución protegería el valor de la moneda nacional.

Ahora bien, establecer las metas de inflación no fue la única herramienta del banco central para nivelar las preferencias del sol con el dólar. García-Escribano (2011) detalla que entre las medidas que redujeron los incentivos de los bancos a la tenencia de la moneda extranjera, sobresalieron los encajes bancarios (particularmente la diferencia entre las tasas)² y las provisiones de reservas de créditos en dólares, las cuales se asocian con un efecto positivo en la desdolarización de créditos comerciales y préstamos hipotecarios, respectivamente. Catao y

² Respecto a este fenómeno, Rossini (2016) señala que la clave de las tasas de encaje se concentra en mostrar flexibilidad en función a la coyuntura. Por ejemplo, reducciones fueron necesarias durante la crisis financiera de 2008 (para enfrentar la fuga de capitales), mientras que se experimentaron alzas para combatir una posible expansión excesiva del crédito en dólares.

Terrones (2016) también encuentra un efecto negativo de los requerimientos de capital y las provisiones de los préstamos en la dolarización de los créditos y depósitos.

Una mención especial merece la política comandada por el BCRP para combatir la dolarización de los precios y transacciones por medio de la Ley 28300, que hizo obligatoria la publicación de los precios en soles (siendo voluntario incluir los precios en dólares). Paulatinamente los agentes volvieron a transar en la moneda local, empezando con los electrodomésticos y pasando luego a bienes de mayor valor (Armas, 2016). A su vez, el grado en que los precios eran afectados por el tipo de cambio se redujo, en especial para los bienes no durables, mientras que las importaciones de bienes (en dólares) tuvieron un menor impacto en la dolarización de los costos (Castellares y Toma, 2020). De acuerdo con Montoro (2006), al dolarización del IPC sin alimentos un año después de la publicación de la ley se redujo de 30% a 13%.

2.2 Política fiscal: control del déficit, la deuda y el desarrollo del mercado local

La segunda herramienta esencial para el proceso de dolarización en Perú fue la política fiscal. Estas políticas fueron ejecutadas por el gobierno. Desde principios de la década del 90, Perú experimentaba una importante deuda, hiperinflación y desmesurados egresos (Armas, 2016) debido a una política fiscal expansiva. Esto impactó en la imagen que daba el País al mundo a través de riesgo país, riesgo crediticio, tasas de bonos soberanos entre otros. Un claro ejemplo es que en 1996 el Perú tenía un rango B2 por Moody's que se define como un riesgo "Altamente especulativo". Esto genera menores inversiones en el país y poca liquidez en sus instrumentos financieros como bonos.

En el proceso de reactivación económica hubo un factor clave, aparte de tener un tipo de cambio flotante, la cual fue una política fiscal ajena a las operaciones del BCRP (Armas, 2016). Anteriormente los gastos del gobierno eran financiados por el BCRP. Para poder lograr tener una imagen positiva del estado y del BCRP se decidió por una medida a largo plazo y buscar un proceso de dolarización en vez de cambiar la moneda principal al dólar, como lo estaba haciendo el país Argentina.

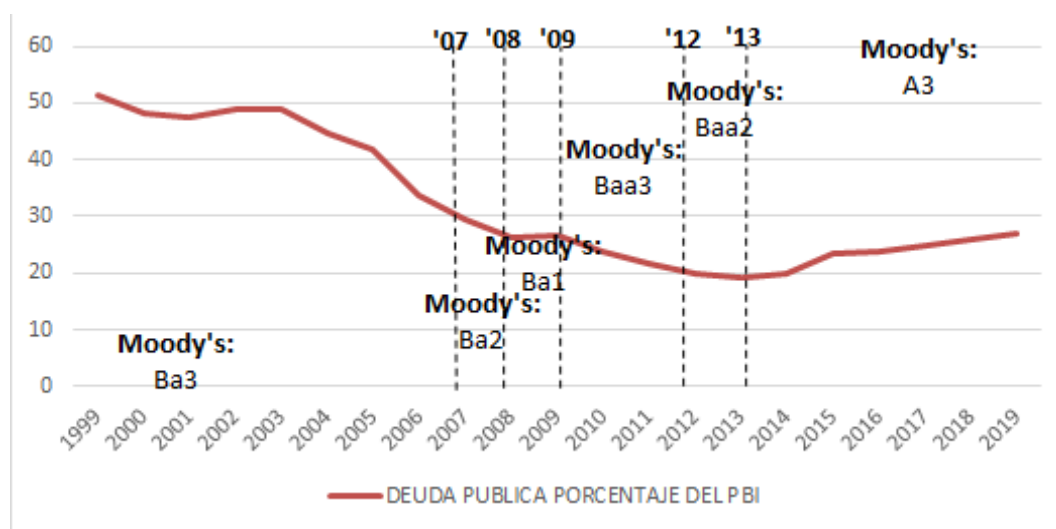
Además de estas medidas, el gobierno peruano se concentró en la dolarización de las pensiones. En 2010, era muy común que las compañías de seguros den pensiones en dólares. Por el decreto Supremo 104-2010-EF las pensiones solo podían dominarse en soles VAC (ajustados por inflación) y dólares corrientes (sin ningún ajuste). Esto dinamizó las pensiones en soles. Además, en caso de tener una pensión bimoneda se requería tener 50% en soles VAS y 50% en dólares.

Por último, el gobierno buscaba atraer las inversiones e incentivar la moneda local con un marco macroeconómico sólido. La manera de lograr esto es incentivando los instrumentos financieros en soles. Ya se mencionó que por parte de la política monetaria se controló la inflación y se

obtuvo una tasa de interés menos volátil. Gracias a este nuevo entorno se crearon bonos soberanos con mayores plazos y se obtuvo la creación de una curva soberana más larga. En el 2000, la deuda tenía una madures de 3 meses, pero en el 2013 el Perú tenía bonos soberanos de hasta 30 años (Armas, 2016).

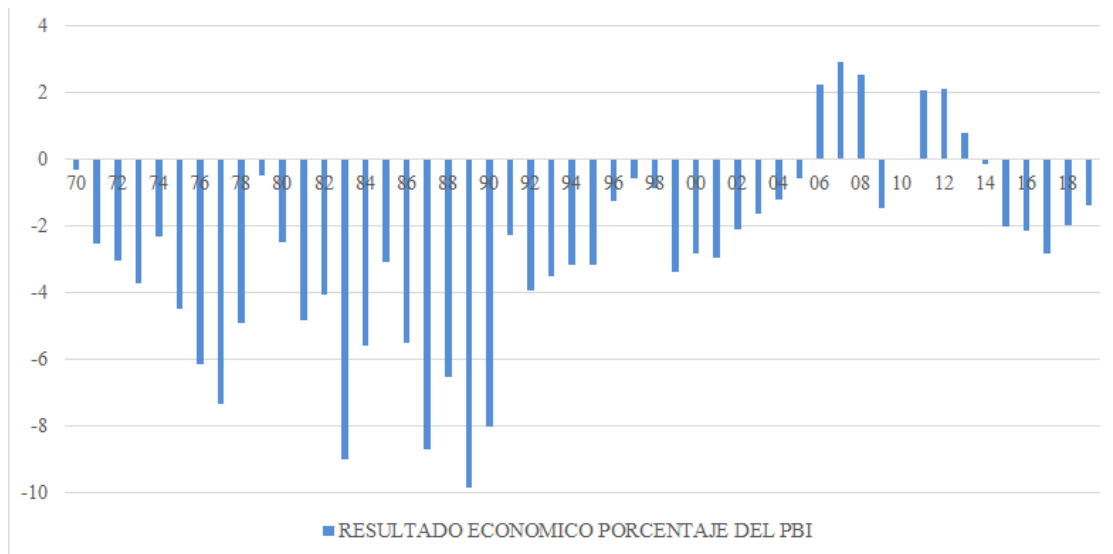
Gracias a las diferentes herramientas fiscales el ranking de riesgo país de Moody's mejoro 6 estaños entre 1999 a 2019 y pasar de Grado de no inversión especulativo a Grado medio superior. Este aumento de confianza del país fue acompañado por mejores resultados económicos, reducción de deuda y un control de gasto. Como muestra el siguiente grafico hubo una reducción de deuda publica acompañado un mejor ranking de riesgo país.

Grafico 5: Deuda Publica como % del PBI y Ranking Moody's (1999 – 2019)



Fuente: BCRP, Moody's Elaboración propia, 2021

Gráfico 6: Resultados Económicos como % del PBI



Fuente: BCRP. Elaboración propia, 2021

2.3 Medidas recientes

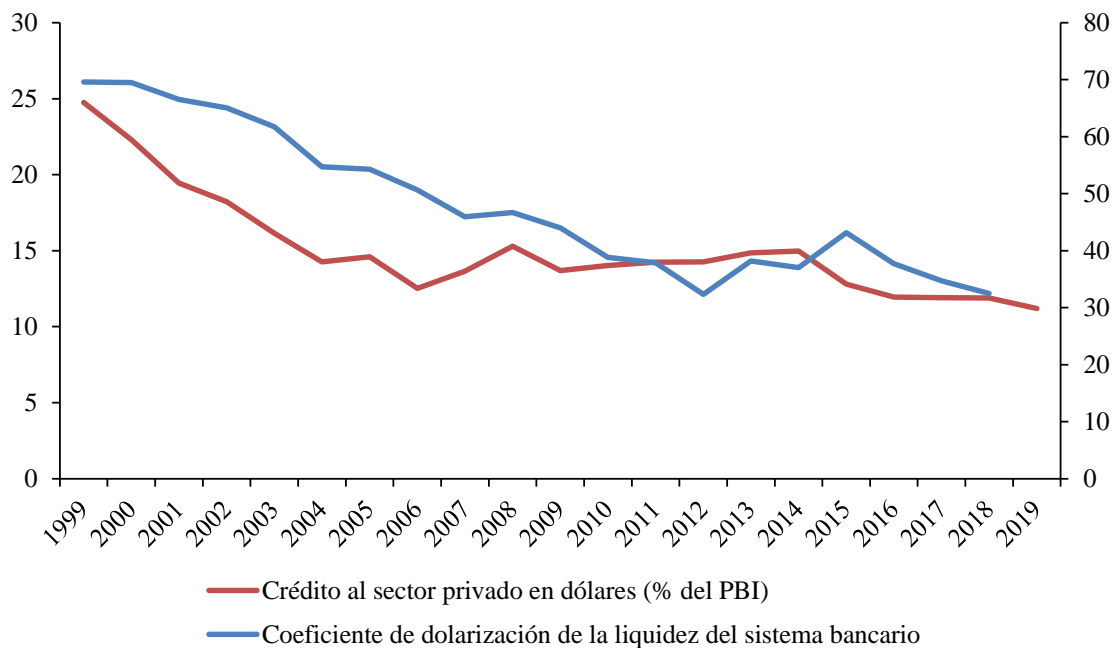
Finalmente, se puede hacer mención a una serie de medidas más recientes que han continuado con el objetivo de nivelar la competencia entre el sol y el dólar, una vez desarrolladas condiciones favorables de estabilidad macroeconómica y fiscal que han dado confianza a los agentes en la moneda y las instituciones que la respaldan. Armas (2016) resalta modificaciones en el Sistema Privado de Pensiones en 2010, las cuales impulsaron la oferta de pensiones en soles a través de nuevas modalidades, puesto que existía un sesgo hacia las pensiones en dólares.

A su vez, el BCRP realizó un nuevo esfuerzo de desdolarización a partir de 2013, cuando introdujo un nuevo esquema de encajes para el crédito en dólares. Oré, Pardo Figueroa, Contreras, Ortiz, y Castillo (2018) mostraron evidencia de que dicho programa logró reducir aceleradamente el coeficiente de dolarización del crédito, cambiando su tendencia, destacando la disminución de la dolarización del segmento hipotecario y del crédito a medianas empresas.

Por el lado de las políticas ya establecidas, en 2007 la meta de inflación se redujo de 2,5% a 2%. De acuerdo con Salas y Vega (2007), esta nueva meta acercaría aún más la inflación a un nivel óptimo, y reforzaría el proceso de desdolarización financiera. En relación a manejo fiscal, en 2016 se promulgó el Decreto Legislativo N° 1276, que implementó nuevas reglas macrofiscales, tales como mantener una deuda pública no mayor al 30% del PBI, o un déficit fiscal no mayor al 1% del PBI (MEF, 2019). Estos y otros elementos reforzaron el manejo responsable de las finanzas públicas, lo que contribuye a mantener la confianza en el manejo de la economía por parte de las principales instituciones.

Es así que, vista la evidencia proveniente de la literatura, el resultado a nivel agregado de las diversas políticas se muestra en el Gráfico 4. El crédito en dólares y el coeficiente de liquidez de la banca se han reducido notoriamente, pasando el primero de un 25% del PBI a casi un 10% en 2019, mientras que el segundo pasó de casi un 70% a un valor cercano al 30% en 2018. Por consiguiente, todo apunta a que las políticas de respuesta del Perú tuvieron un efecto positivo en su proceso de dolarización.

Gráfico 7: Reducción de la dolarización en el Perú (1999-2019)



Fuente: BCRP. Elaboración propia, 2021

CONCLUSIONES

1. Conclusiones

Como lo indica la literatura, la dolarización, un fenómeno que puede incrementarse con gran facilidad, pero el cual es difícil de corregir, implica riesgos grandes en la economía; por lo cual es necesario responder con políticas adecuadas. Estas deben no solo atacar la inestabilidad que haya generado la dolarización, sino que tienen. La literatura teórica nos muestra que los instrumentos monetarios como una política monetaria y un control de gastos por parte fiscal podría contribuir a la desdolarización. En específico el caso peruano la evidencia empírica muestra que la política monetaria del Banco central fue vital para lograr la desdolarización a inicios del siglo 20. Mientras que la política fiscal permitió que los instrumentos financieros en soles sean atractivos para inversionistas, generando un dinamismo para la moneda local. Además, de una mejor gestión y la separación financiera por parte del BCRP con el estado.

Por último, es importante recalcar que el caso peruano cumplió empíricamente con el marco teórico. Con respecto a las funciones monetarias el sol fue perdiendo estas funciones y el dólar las asumió tal como lo indica el marco teórico. Además, en el caso peruano la situación macro económica fue una pieza clave para el proceso de dolarización. Por otra parte, el buen manejo fiscal y monetario incentivo en el proceso desdolarización y dio confianza a la moneda local el sol por parte de los agentes económicos.

2. Limitaciones: No se ha revisado, cosas que funcionan cosas distintas.

Dicho esto, es importante recalcar las limitaciones del trabajo. En primer lugar, las herramientas aplicadas a Perú si bien fueron eficaces están ligadas contexto del país. En específico, (Catao & Terrones, 2016) mencionan que el proceso de desdolarización en Perú fue afectado por factores externos; por ejemplo, bajas tasas de interés internacional y elevado precios de *commodities*. En circunstancias distintas el efecto podría no ser el mismo. Esto implica que estas herramientas pueden ser o no eficaces en otros países con un escenario diferente.

En segundo lugar, este trabajo ha abordado efectos de esta política en las mediciones generales de desdolarización. No obstante, no se está observando otros indicadores de desdolarización a un nivel más microeconómico y desagregado. Por ejemplo, a nivel empresarial dependiendo del tamaño de la empresa la dolarización se redujo de manera dispar (Oré, Pardo Figueroa, Contreras, Ortiz, & Castillo, 2018). Los mismo ocurrió con distintos tipos de crédito. Por otro lado, (Contreras, Quispe, Regalado, & Martínez, 2017) muestran que la dolarización en ciertas transacciones no financieras (ventas, costos, salarios, etc) todavía es elevado y varia por sectores económicos. Por consiguiente, posiblemente el efecto de las políticas podría depender de la medición de la desdolarización y su nivel de detalle.

3. Recomendaciones:

Se recomienda ampliar el análisis el efecto de estas medidas y evaluarlas en diferente contexto. A pesar de estas limitaciones, debido al éxito del caso peruano, en un contexto similar, se recomendaría usar la herramienta similar para acelerar de desdolarización en caso de ser necesario. Sobre todo, el uso de políticas fiscales y monetarias eficaces y que permitan que la moneda local mantenga su valor en el tiempo y compita contra el dólar.

BIBLIOGRAFIA

- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada, & D. Winkelried (Edits.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú* (págs. 61-94). Lima: Universidad del Pacífico.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Mejía, L. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. *Working Paper 509*.
- Calvo, G., & Reinhart, C. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408.
- Calvo, G., & Vegh, C. (1992). Currency Substitution in Developing Countries : An Introduction. *IMF Working Paper 92/40*.
- Calvo, G., & Vegh, C. (1996). From currency substitution to dollarization and beyond: Analytical and policy issues. En G. Calvo (Ed.), *Money, Exchange Rates and Output* (págs. 153-176). Cambridge: MIT Press.
- Castellares, R., & Toma, H. (2020). Effects of a mandatory local currency pricing law on the exchange rate pass-through. *Journal of International Money and Finance*, 106.
- Castillo, P., Montor, C., & Tuesta, V. (2008). Política monetaria en una economía con dolarización parcial. *Revista Moneda*(138).
- Catao, L., & Terrones, M. (2016). Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience. En G. Yamada, & D. Winkelried (Edits.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú* (págs. 121-144). Lima: Universidad del Pacífico.
- Chang, R., & Velasco, A. (2001). Monetary policy in a dollarized economy where balance sheets matter. *Journal of Development Economics*, 89(1), 445-464.
- Contreras, A., Quispe, Z., Regalado, F., & Martínez, M. (2017). Dolarización real en el Perú. *Estudios Económicos*(33), 43-55.
- Cook, D. (2004). Monetary policy in emerging markets: can liability dollarization explain contractionary devaluations? *Journal of Monetary Economics*, 51(6), 1155-1181.
- De Nicoló, G., Honohan, P., & Ize, A. (2003). Dollarization of the Banking System: Good or Bad? *IMF Working Paper* .
- Fernández-Arias, E., Levy Yeyati, E., & Morón, E. (2006). Financial Dollarization and Dedollarization [with Comments]. *Economía*, 6(2), 37-100.

- Galindo, A. J., & Leiderman, L. (2005). Living with Dollarization and the Route to Dedollarization. *IDB Working Paper N° 526*.
- García-Escribano, M. (2011). Factores que impulsan la desdolarización en el Perú. *Estudios Económicos*, 21, 23-40.
- Gulde, A. M., Hoelshcer, D. S., Ize, A., Marston, D., & De Nicoló, G. (2004). Financial stability in dollarized economies. *Occasional Paper 230*.
- Honohan, P., Nicoló, G., & Ize, A. (2005). Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of Banking and Finance*, 29, 1697-1727.
- Levy Yeyati, E., & Rey, H. (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. *Economic Policy*, 21(45), 61-118.
- Levy Yeyati, E., Sturzenegger, F., & Reggion, I. (2010). On the endogeneity of exchange rate regimes. *European Economic Review*, 54(5), 659-677.
- MEF. (21 de Agosto de 2019). *Marco Macroeconómico Multianual 2020-2023*. Obtenido de https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2020_2023.pdf
- Montoro, C. (2006). Dolarización de precios. *BCRP Nota de Estudios 14-2006*.
- Oré, E., Pardo Figueroa, R., Contreras, A., Ortiz, M., & Castillo, P. (2018). Taxonomía de la desdolarización del crédito. *Revista Moneda*(174), 4-8.
- Ortiz, G. (1983). Dollarization in Mexico: Causes and Consequences. En P. Armella, R. Dornbusch, & M. Obstfeld (Edits.), *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries* (págs. 71-106). Chicago: University of Chicago Press.
- Ozsoz, E., & Rengifo, E. W. (2016). *Understanding Dollarization*. Berlin: De Gruyter Oldenbourg.
- Rajan, R. G., & Tokatlidis. (2005). Dollar shortages and crises. *International Journal of Central Banking*, 1(2), 177-220.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2014). Addicted to Dollars. *Annals of Economics and Finance*, 15(1), 1-52.
- Rossini, R. (2016). La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años. En G. Yamada, & D. Winkelried (Edits.), *Política y Estabilidad Monetaria* (págs. 23-35). Lima: Universidad del Pacífico.

- Salas, J., & Vega, M. (2007). Nueva meta de inflación en el Perú: 2 por ciento. *Revista Moneda*, 30-35.
- Saldarriaga, M., & Del Águila, P. (2017). Dolarización. *Revista Moneda*(170), 16-20.
- Savastano, M. (1996). Dollarization in latin america recent evidence and some policy issues. En P. Mizen, & E. J. Pentecost (Edits.), *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy, Evidence*.
- Vega, M. (2018). El esquema de metas de inflación y la inflación peruana. *Revista Moneda*(173), 4-8.
- Winkelried, D., & Castillo, P. (2010). Dollarization persistence and individual heterogeneity. *Journal of International Money and Finance*, 29, 1596-1618.

Anexo 1



Formato de Autorización de Inclusión del Trabajo de Investigación en el Repositorio de la Universidad del Pacífico – REDUP

Lima, 27 de ENERO de 2021

Yo / Nosotros:

Nombres, apellidos del autor / de los autores del Trabajo de Investigación:

1. CESAR ANTONIO DE LA CRUZ OTERO

Título del Trabajo de Investigación:

EL EFECTO DEL MANEJO MONETARIO Y FISCAL SOBRE LA DESDOLARIZACION EN EL PERÚ

Nombre del Asesor:

Año de sustentación:

.....

2021

Bajo los siguientes términos, autorizo / autorizamos la publicación de mi / nuestro Trabajo de Investigación en el Repositorio de la Universidad del Pacífico.

Con la autorización de publicación de mi / nuestro Trabajo de Investigación, otorgo / otorgamos a la Universidad del Pacífico una licencia no exclusiva para reproducir, distribuir, comunicar al público, transformar (únicamente mediante su traducción a otros idiomas) y poner a disposición del público el Trabajo de Investigación (incluido el resumen), en formato físico o digital, en cualquier medio, conocido o por conocerse, a través de los diversos servicios provistos por la Universidad, creados o por crearse, tales como el Repositorio de la Universidad del Pacífico – REDUP, Repositorio ALICIA del CONCYTEC, Registro Nacional de Trabajos de Investigación – RENATI de SUNEDU, entre otros, en el Perú y en el extranjero, por el tiempo y las veces que considere necesarias, y libre de remuneraciones.

En virtud de dicha licencia, la Universidad del Pacífico podrá reproducir mi / nuestro Trabajo de Investigación en cualquier tipo de soporte y en más de un ejemplar, sin modificar su contenido, solo con propósitos de seguridad, respaldo y preservación.

Declaro / Declaramos que el Trabajo de Investigación es una creación de mi / nuestra autoría y exclusiva titularidad, o coautoría con titularidad compartida, y me / nos encuentro / encontramos facultado / facultados a conceder la presente licencia y, asimismo, garantizo /

garantizamos que dicho Trabajo de Investigación no infringe derechos de autor de terceras personas.

La Universidad del Pacífico consignará el nombre del autor / de los autores del Trabajo de Investigación, y no le hará ninguna modificación más que la permitida en la presente licencia.

Licenciamiento Creative Commons

Los recursos publicados en el Repositorio de la Universidad del Pacífico están protegidos bajo la licencia Creative Commons.

Esta licencia se caracteriza por proteger los derechos de autor en la web, con condiciones menos restrictivas de uso. Los autores de todo el mundo pueden, de manera ordenada y de un modo más universal, fijar los distintos niveles para reproducir, crear obras derivadas y ofrecerlas públicamente, siempre reconociendo al autor el derecho de los créditos de la cita, bajo las condiciones siguientes:

¿Quiere permitir usos comerciales de su trabajo de investigación?

Sí: significa que usted permite la reproducción, distribución y comunicación pública de la obra, incluso con fines comerciales.

No: significa que permite la reproducción, distribución y comunicación pública de la obra, pero sin fines comerciales.

Sí autorizo

No autorizo

¿Quiere autorizar obras derivadas a partir de su trabajo de investigación?

Sí: autoriza la reproducción, distribución y comunicación pública de la obra, así como la generación de obras derivadas. Sí, mientras se comparta de la misma manera: autoriza la reproducción, distribución y comunicación pública de la obra, así como la generación de obras derivadas, siempre y cuando estas sean compartidas bajo una licencia idéntica o compatible a la que regula su trabajo de investigación.

No: autoriza copiar, distribuir y comunicar públicamente solamente copias inalteradas de su trabajo de investigación; es decir, no autoriza obras derivadas basadas en ella.

Sí autorizo

Sí autorizo, mientras se comparta de la misma manera

No autorizo

Firma del estudiante 1



Si desea mayor información sobre la licencia Creative Commons, puede revisar los siguientes enlaces:

1. Creative Commons: <https://creativecommons.org/about/global-affiliate-network/>

2. Explore las licencias del Creative Commons: <https://creativecommons.org/choose/>