

# POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

■  
Gustavo Yamada  
Diego Winkelried  
EDITORES

B 4 6 6 2 3 8



UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO

# POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

—  
Homenaje a Julio Velarde,  
Banquero Central del año 2015

—  
Gustavo Yamada  
Diego Winkelried  
**EDITORES**



**UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO**

# 3

## Dolarización y desdolarización en el Perú

*Adrián Armas\**

Este capítulo analiza el proceso de dolarización experimentado en el Perú y discute la efectividad de las medidas de política que han apuntalado su reversión, aún incompleta. Para ello, se describen las condiciones socioeconómicas que explican el surgimiento y persistencia de dicho proceso, y se discute, además, la reciente estrategia de desdolarización implementada en el país, basada en tres grupos de medidas que han reforzado un círculo virtuoso de fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En primer lugar, medidas orientadas a preservar la estabilidad monetaria (esquema de metas de inflación y el desarrollo de mercados financieros en moneda nacional) y a reforzar la función de depósito de valor del sol. En segundo lugar, medidas orientadas a preservar la estabilidad financiera (encajes e intervención cambiaria), que han buscado reducir las vulnerabilidades asociadas a los descalces cambiarios y a la ausencia de un prestamista de última instancia en moneda extranjera. Finalmente, medidas de coordinación (la obligatoriedad de establecer precios en soles y el programa de desdolarización del crédito) útiles para modificar conductas inerciales, como la fijación de precios en dólares a los bienes de consumo duradero o el otorgamiento de préstamos en dólares a familias con ingresos en soles.

*Palabras clave:* dolarización, inflación, estabilidad financiera, Perú.

*Clasificación JEL:* E31, E44, E58, N26.

\* Agradezco la asistencia de Zenón Quispe y Enrique Serrano en la elaboración de este capítulo. También agradezco los comentarios de Fernando Vásquez. Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no representan, necesariamente, la opinión del Banco Central de Reserva del Perú.

### 3.1 Introducción

El presente capítulo analiza el proceso de dolarización parcial experimentado en el Perú desde la década de 1970 y la reversión gradual, aún incompleta, de este fenómeno durante el presente siglo. Discute, además, el conjunto de medidas puestas en marcha con los objetivos de potenciar la efectividad de la política monetaria en una economía donde coexisten dos monedas y propiciar, asimismo, la desdolarización financiera.

En la sección 3.2 se listan las condiciones que dieron origen a la dolarización en nuestro país. Se destaca, además, que una vez superadas dichas causas, tras la reducción de la inflación en la década de 1990, la dolarización parcial se mantuvo (fenómeno de histéresis). La sección 3.3 describe los riesgos y costos de la dolarización, especialmente aquellos vinculados con la dolarización financiera, que persiste como una fuente importante de vulnerabilidad financiera y macroeconómica. La sección 3.4 expone el conjunto de políticas (fiscales, monetarias y demás) que se han implementado en el Perú con el propósito de reducir la dolarización y que, de manera interesante, no solo alcanzaron a la dolarización de pagos y real, sino también al tipo más difícil: la dolarización financiera. Finalmente, la sección 3.5 presenta las conclusiones y perspectivas de la dolarización (o desdolarización) en nuestro país.

### 3.2 Origen y breve historia de la dolarización

La sociedad peruana parecería tener –al menos desde su Independencia– preferencia por contar con una moneda que conserve su poder adquisitivo en el tiempo, y repudio hacia una moneda débil. Apenas iniciada la República, el general don José de San Martín constituyó un banco emisor de papel moneda (llamado “Banco Auxiliar de Emisión”) para poder financiar el presupuesto ante la falta de recursos fiscales<sup>1</sup>.

“El estado de nulidad en que quedaron los fondos públicos y privados al retirarse el ejército español, tiempo en que la patria necesitaba de grandes erogaciones para caminar por el camino de la gloria y libertar al Perú, me hicieron pensar en el establecimiento de un banco de papel moneda”.  
(General José de San Martín, *Gaceta del Gobierno*, 9 de enero de 1822)

<sup>1</sup> Como consecuencia de la Guerra de Independencia, el Estado peruano se había visto privado de los impuestos por comercio exterior; el Libertador derogó el impuesto de la mita; y, finalmente, las minas de plata estaban aún en poder de los realistas, limitando así la posibilidad de acuñación de monedas.

No obstante, la población rápidamente rechazó el papel moneda, por lo que esta primera modalidad de dinero fiduciario tuvo corta existencia.

“Los planes estaban con anticipación trazados, para ponerle fondos en todos los puertos y lugares de mayor comercio. Mas este pueblo no acostumbrado a otras monedas que las de oro y plata que nos dan los cerros, clamó por su extinción [...] y tales fueron las causas de su extinción: la tradicional desconfianza y la falta absoluta de criterio científico de la nacionalidad, a las que se unía tal vez cierto orgullo colectivo en mantener incólume la moneda metálica”. (Hipólito Unanue, ministro de Hacienda, *Memoria* presentada al Congreso el 23 de septiembre de 1822, citado en Alzamora [1932]).

Un segundo percance está asociado al *boom* del guano y el comercio internacional, que indujo el surgimiento de una banca privada que, libre de regulación, emitió billetes utilizados como numerario por el público y por el gobierno. Sin embargo,

“A inicios de los años 1870, producto del despilfarro fiscal, se evidencia una crisis financiera y se acusó a los bancos de inundar imprudentemente el mercado de billete, del alza de los precios y de la fuga del numerario”. (BCRP 1999: 31-33)

Es decir, los bancos quiebran y el público repudia los billetes bancarios, denominados “billetes fiscales”. Luego, al estallar la Guerra del Pacífico en 1879, el gasto fiscal aumentó sistemáticamente y se acudió al papel moneda de uso forzoso. No obstante,

“La primera tarea de la posguerra, en el ámbito monetario, fue el restablecimiento del patrón plata. Para tal fin era preciso desmonetizar el billete fiscal y restaurar el sol de plata como la unidad monetaria”. (BCRP 1999: 36),

optándose, nuevamente, por la “metalización” monetaria e incineración de los billetes.

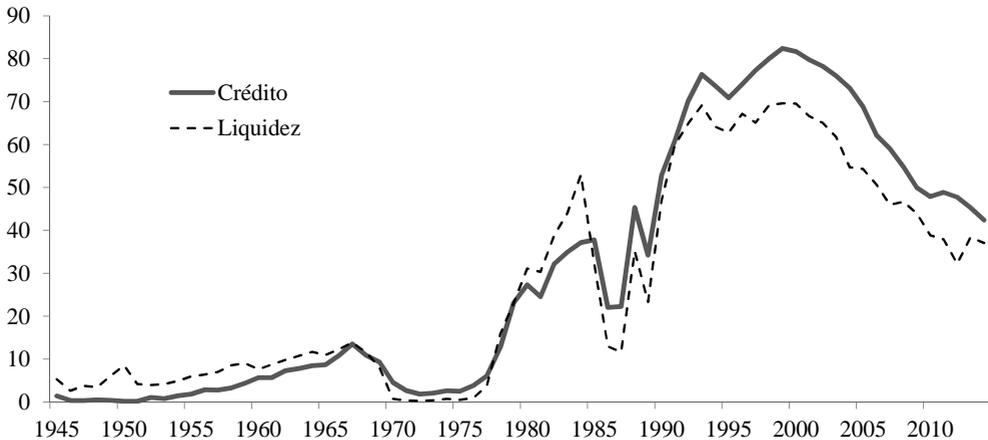
Posteriormente, ante la importante pérdida de valor de la plata en el mercado internacional, resurgieron propuestas de reinstaurar la emisión de papel moneda. Sin embargo, los dos percances previos de repudio a esta moneda eran una señal clara de que la población exigiría preservar la estabilidad monetaria. Esta lección es capturada

con claridad por los líderes bancarios de entonces, quienes señalaban que solo cuando haya más orden moral en el Perú podrá usarse el billete:

“[...] utilísimo si se maneja honrada y concienzudamente; peligrosísimo si se hace feria con él”. (BCRP 1999: 44)

En el siglo XX, a raíz de la crisis económica de 1947-1948 por el término de la Segunda Guerra Mundial, y con una inflación anual promedio de aproximadamente 30 por ciento, el 11 de noviembre de 1949, en concordancia con las recomendaciones de la misión Klein, el gobierno, mediante el Decreto Ley 11208, autorizó a los bancos comerciales a recibir depósitos en moneda extranjera (BCRP 1999: 209). Por consiguiente, como se aprecia en el gráfico 3.1, no es de extrañar cierta preferencia por el dólar y que cierta dolarización parcial se registre, al menos, desde mediados de la década de 1940.

**Gráfico 3.1** Dolarización en el Perú (1945-2014)



**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Luego de esta reforma, la dolarización de la liquidez se incrementó gradualmente de 4 por ciento en 1947 a 14 por ciento en 1967, en un escenario persistente de alta inflación cuyo promedio anual fue de 11 por ciento en el mismo período. Entre 1970 y 1976, el ratio de dolarización es prácticamente nulo debido a que, mediante el Decreto Ley 18275 del 15 de mayo de 1970, se prohíbe a las personas naturales y jurídicas mantener y efectuar depósitos en moneda extranjera en bancos y otras instituciones financieras del país o del exterior, y se dispone la conversión de los depósitos en

moneda extranjera en los bancos y otras entidades financieras del país a depósitos en moneda nacional, utilizando el tipo de cambio compra promedio del 15 de mayo de 1970 (fecha de publicación de la norma), induciéndose así una “desdolarización” forzosa.

No obstante, una vez levantada la prohibición, a mediados de la década de 1970, se registra un alza considerable en la dolarización de la economía peruana. Ciertamente, la tendencia creciente de la inflación que comenzó en este período, y que culminó con una hiperinflación en el período 1988-1990, fue la causa fundamental de esta transformación profunda en los hábitos de la población respecto al uso de la moneda (véase el gráfico 3.5(a), líneas abajo).

Sin embargo, es cierto también que hubo países como Chile y Brasil que enfrentaron altas tasas de inflación por períodos igual de considerables, y que hoy en día no presentan el grado de dolarización financiera que tiene el Perú<sup>2</sup>. La explicación de esta diferencia de resultados es que en nuestro país no se crearon mecanismos alternativos de ahorro en moneda nacional que pudieran proteger a la población del impuesto inflación, tales como instrumentos indizados a la variación del nivel de precios. A ello se sumó un esquema de represión financiera con tasas de interés tope que no se actualizaron al ritmo de la inflación y, por tanto, generaron tasas de interés reales negativas<sup>3</sup>.

En general, los agentes económicos buscan activos que les permitan proteger el valor de sus recursos financieros. En América Latina, los agentes económicos eligieron la indización o la dolarización, dependiendo de su disponibilidad en el mercado de capitales y de sus costos. En Chile y Brasil, por ejemplo, países en donde existía un mercado de activos indizados relativamente desarrollado, episodios de alta inflación generaron indización. En Bolivia y el Perú, en cambio, países donde existía represión financiera y los bancos no tenían capacidad para ofrecer instrumentos financieros alternativos o indizados, los agentes optaron por dolarizarse.

<sup>2</sup> Otros países en la región que se convirtieron en economías parcialmente dolarizadas, más o menos al mismo tiempo que el Perú, fueron Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay. Los países andinos Colombia, Ecuador y Venezuela no experimentaron tasas de inflación de tres dígitos.

<sup>3</sup> Las tasas de interés de ahorros en moneda nacional a plazos de 31 a 180 días han sido inferiores a los niveles de inflación durante casi en todo el horizonte temporal entre enero de 1976 y diciembre de 1989, extendiéndose incluso hacia finales de 1992. Por ejemplo, en enero de 1976, la tasa de interés efectiva de ahorros de 7,4 por ciento anual fue sustancialmente inferior a la tasa de inflación anual de 29 por ciento. Cabe precisar que debido a la alta variabilidad al alza de la inflación, los bancos anunciaban tasas de interés mensuales.

Es en este contexto que la dolarización surge como una forma de protegerse contra los niveles altos de inflación, que reducen el valor real de activos nominales, como fue el caso de los depósitos de ahorro en moneda nacional, cuyas tasas de interés tuvieron una evolución muy lenta y menos que proporcional que la evolución de la inflación, lo que se reflejó en tasas de interés reales muy negativas.

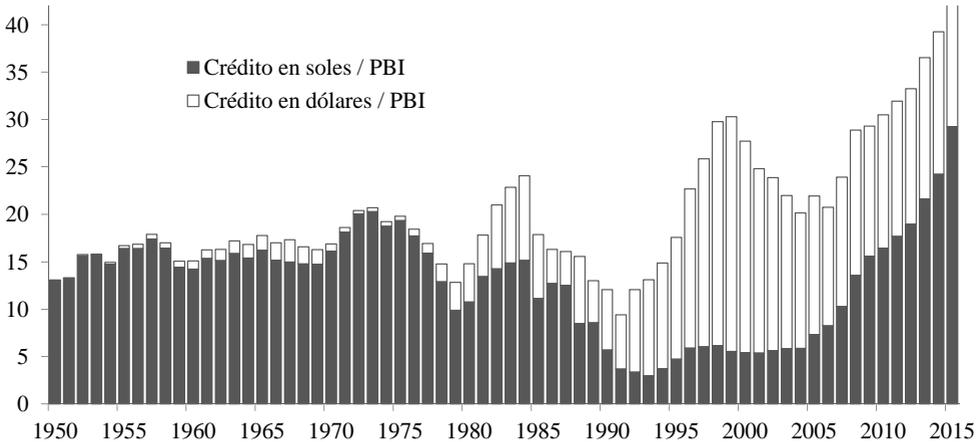
Finalmente, otra característica de la dolarización referente a la moneda nacional es la pérdida de sus funciones dinerarias (medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor) a diferentes ritmos, como se discute enseguida.

### 3.2.1 Dolarización financiera

La primera función dineraria que la moneda nacional pierde es la función de depósito de valor, ya que es la más sensible a la expectativa de inflación de largo plazo. Los agentes económicos dolarizan sus ahorros, lo que lleva posteriormente a que los bancos también dolaricen sus créditos.

A este fenómeno se denomina **dolarización financiera**. Cuando la regulación no permite la constitución de depósitos en moneda extranjera, como sucedió inicialmente a mediados de la década de 1970, los agentes económicos con menores recursos elevan sus tenencias de circulante en dólares (los dólares “bajo el colchón”), mientras aquellos con mayores recursos económicos transfieren sus dólares al exterior. Como consecuencia de ambas formas de adquisición de dólares, se genera un proceso de desintermediación financiera doméstica que contrae la oferta de crédito, tal como se aprecia en el gráfico 3.2.

Entre 1973 y 1978, el coeficiente de crédito sobre PBI disminuyó de 20,7 a 14,8 por ciento, lo que llevó a las autoridades a tener que aceptar nuevamente la apertura de depósitos en dólares, comenzando con los denominados “certificados bancarios en moneda extranjera”. Posteriormente, se fue extendiendo a cualquier modalidad de depósito en moneda extranjera. En efecto, el Decreto Ley 21953 de octubre de 1977 derogó el Decreto Ley 18275, que prohibía la tenencia de depósitos en moneda extranjera. Con este marco legal, y en un contexto de aceleración de la inflación que pasó de 38 por ciento en 1977 a 110 por ciento en 1984, la dolarización de la liquidez se incrementa de 4 por ciento en 1977 a 45 por ciento en 1983 (véase el gráfico 3.1). En paralelo, el crédito se recupera de 14,8 por ciento en 1978 a 24,1 por ciento en 1984, pero despuntándose las colocaciones en dólares.

**Gráfico 3.2** *Grado de intermediación financiera (crédito como porcentaje del PBI)*

**Notas:** la información corresponde a las sociedades de depósito. La serie fue completada a partir de datos del sistema bancario hasta 1991.

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

La dolarización financiera se trató de revertir, otra vez, en la década de 1980, no mediante un combate frontal a su génesis que era la inflación, sino de manera compulsiva. En 1985 se estableció la inconvertibilidad de los depósitos en efectivo en dólares y se dispuso solo su retiro en intis al tipo de cambio oficial, que en aquel entonces era 25 por ciento menor que el tipo de cambio en el mercado paralelo. Como resultado (y también por el intento de nacionalización de la banca en 1987), se registró un nuevo proceso de desintermediación financiera en la segunda mitad de la década de 1980, hasta alcanzar tasas de intermediación financiera de apenas un dígito del PBI.

La experiencia histórica en el Perú muestra que forzar una desdolarización es contraproducente, ya que estas acciones: (i) reducen la eficiencia de la economía, al forzar a los agentes a operar con una moneda que no cumple sus funciones dinerarias; (ii) inducen a la informalidad; y, a la larga, (iii) profundizan la dolarización (aunque las estadísticas bancarias no muestran el fenómeno porque las tenencias de dólares se retiraron de la banca formal). Por lo anterior, resulta lógico que estas medidas se revirtieran, para restablecer la intermediación financiera local, y que se establecieran candados legales para que ello no se repita.

Tras la hiperinflación, se registraron procesos de dolarización real y financiera, aunque solo persistiría la dolarización financiera. La función del sol como medio de

pago se recuperó (para 1995 cerca de 2/3 de las transacciones ya eran denominadas en soles), mientras que el efecto traspaso del tipo de cambio sobre los precios mostró una tendencia decreciente. Entre tanto, la dolarización financiera se mantuvo alta (casi el 80 por ciento de los créditos se otorgaban en dólares).

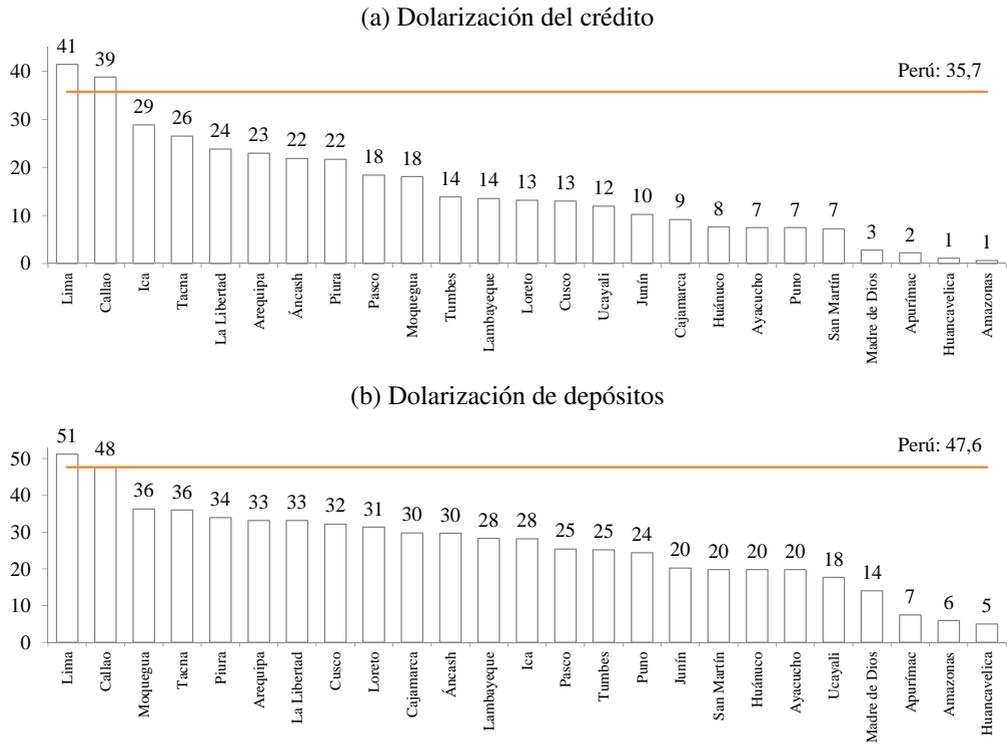
En septiembre de 1988, el gobierno restituye la autorización a los bancos comerciales a recibir depósitos en dólares del público residente en general. Sin embargo, la alta desconfianza en la moneda nacional y el profundo proceso de desintermediación sugieren la aparición y consolidación de una banca paralela informal, que sustituyó la intermediación formal, y de un mercado paralelo de moneda extranjera. Por supuesto, la elevada informalidad financiera fue reforzada por el intento de desdolarización forzosa.

En la década de 1990, con un cambio de régimen favorable a la libre movilidad de capitales externos, se recuperó la confianza en el sistema financiero local, por lo que los agentes trasladaron sus depósitos y portafolio de inversiones desde el exterior hacia depósitos en dólares a bancos locales. En tal sentido, el artículo 64.º de la nueva Constitución de 1993, que establece la libre tenencia de divisas en nuestro país, se origina precisamente para evitar medidas de desdolarización forzosa de la economía.

La sucesión de choques externos (crisis asiática de 1997 y rusa de 1998) e internos (el fenómeno El Niño de 1998 y la crisis política de 2000) afectó seriamente la economía, y la solvencia de empresas y entidades bancarias. Como resultado, las empresas disminuyeron su apalancamiento, en particular en moneda extranjera. El crédito como porcentaje del producto se redujo de 29,7 por ciento en 1999 a 17,6 por ciento del producto en 2006 (11,0 por ciento en dólares y 6,7 por ciento en soles) con una dolarización menor (60 por ciento). A partir de dicho año, se revierte esta tendencia con empresas menos apalancadas y recuperadas, registrándose cuatro años de crecimiento consecutivo de entre 4 y 6 por ciento. Para el año 2014, el crédito como porcentaje del producto alcanzó un nivel récord de 34 por ciento, con un financiamiento en moneda nacional equivalente a 19,6 por ciento del producto, una cifra similar a la registrada en la primera mitad de la década de 1970 (antes del inicio de la dolarización masiva). El coeficiente de dolarización había disminuido a 40 por ciento, nivel registrado a mediados de 1980.

Por último, en el ámbito regional se puede apreciar que la dolarización de créditos y depósitos es heterogénea. Las regiones más vinculadas a las actividades mineras o de turismo internacional tienden a presentar una mayor dolarización relativa, tanto de depósitos como de créditos. Véase el gráfico 3.3.

**Gráfico 3.3 Dolarización por región (mayo de 2015)**



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

### 3.2.2 Dolarización real y transaccional

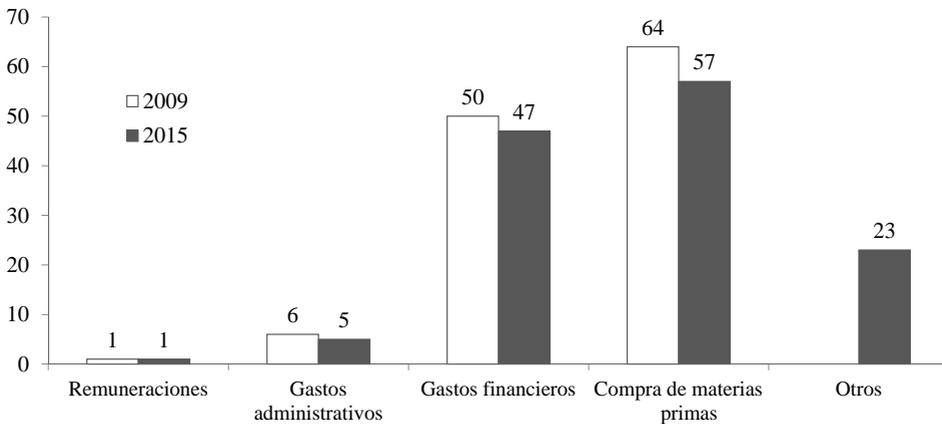
La dolarización real –esto es, la fijación de precios en moneda extranjera– sigue, por lo general, a la dolarización financiera. En efecto, la siguiente función dineraria en dolarizarse fue la unidad de cuenta, comenzando con los precios de bienes de consumo duradero y de bienes de capital<sup>4</sup>. La dolarización de precios de activos coincide con la práctica de los agentes económicos de cuantificar su riqueza en términos de dólares.

Los precios de los bienes importados denominados en dólares en mercados internacionales, mantienen la denominación en esa divisa en el mercado interno

<sup>4</sup> Un antecedente de la dolarización real surge en junio de 1897, cuando Nicolás de Piérola decreta que los aranceles aduaneros sean pagados en libras esterlinas, la unidad monetaria de nuestro principal socio comercial de entonces (BCRP 1999: 44).

de bienes intermedios. Por ello, persiste una alta dolarización real de los bienes intermedios (el precio de alrededor del 57 por ciento se fija en dólares), por lo que las empresas requieren contar con dólares para efectuar pagos de compra de insumos. Es probable que ello sea una explicación de por qué la desdolarización de los depósitos de personas jurídicas ha sido menor en relación con la de las familias en los últimos diez años. Los precios de los bienes de consumo no duradero y las remuneraciones (1 por ciento de dolarización) son los componentes que menos tienden a dolarizarse. Véase el gráfico 3.4.

**Gráfico 3.4** Dolarización por tipo de gasto

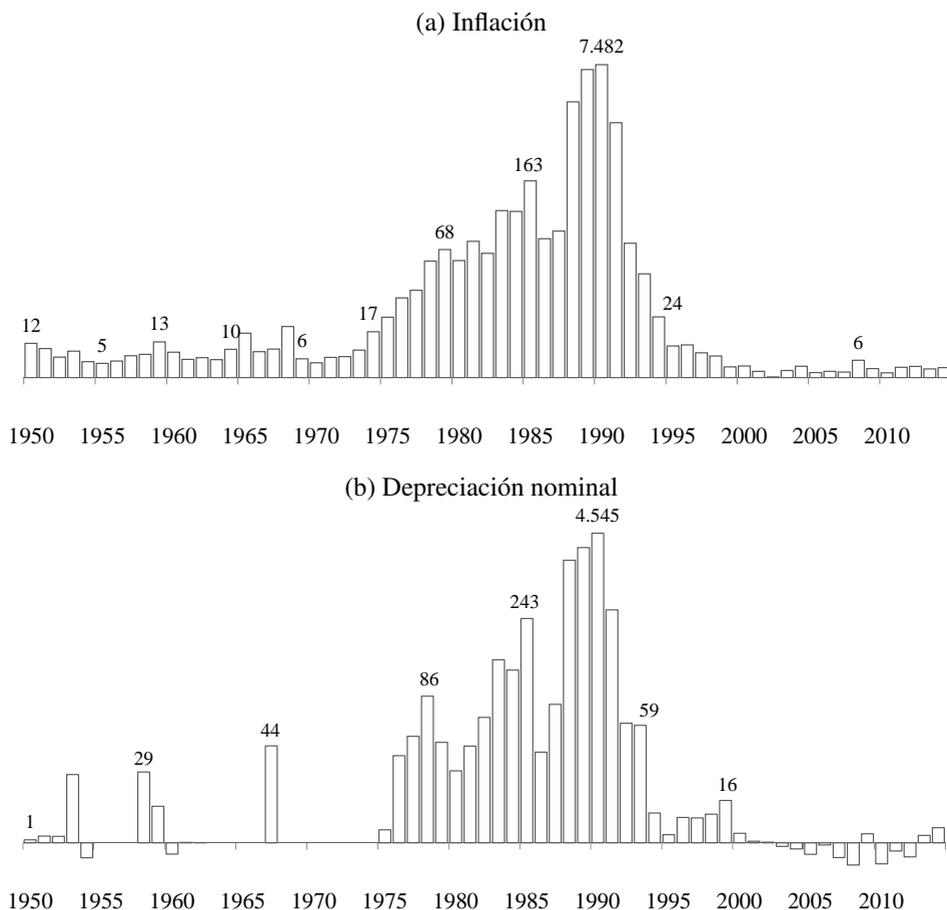


**Notas:** se presenta el porcentaje de empresas que respondieron “moneda extranjera” a la pregunta “ A qué moneda se encuentran preferentemente vinculados los siguientes componentes de sus gastos?”.

**Fuente:** encuestas del Banco Central de Reserva del Perú a empresas del sector real.

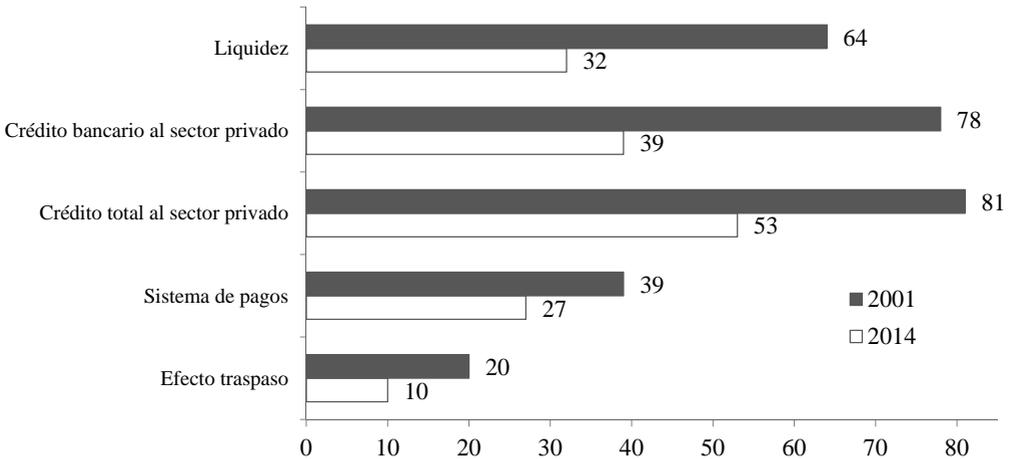
Una forma de aproximar la dolarización real es mediante el concepto de efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios internos. Como se aprecia en el gráfico 3.5, inflación y devaluación eran prácticamente sinónimos para los agentes durante episodios de alta inflación, en especial la hiperinflación, cuando los precios pasaron a expresarse en pizarras por la rapidez de ajustes que había en ellos. Por tal motivo, se registró un efecto traspaso casi completo durante aquellos períodos<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> El efecto traspaso, como indicador de dolarización real, es práctico pero imperfecto, al no capturar la dolarización en el mercado de bienes intermedios y de inmuebles. Un segundo defecto es que un menor efecto traspaso se puede presentar teóricamente en una economía con alta dolarización real y financiera, si una depreciación fuerte genera una recesión que reduce la brecha del producto y la inflación.

**Gráfico 3.5** *Inflación y depreciación (1950-2014)*

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Con la reducción de la inflación durante la década de 1990, la dolarización real de la economía se redujo, siendo el efecto traspaso cada vez menor, y comparable con el de otros países con esquemas de metas de inflación. Al respecto, muchos estudios estiman que, ya desde comienzos de este siglo, el efecto traspaso sería del orden de entre 10 y 20 por ciento. Destacan, en particular, Hausmann, Panizza y Stein (2001; entre 22 y 43 por ciento), Miller (2003; alrededor de 16 por ciento), Winkelried (2003; entre 4 y 24 por ciento), Winkelried (2014; entre 10 y 20 por ciento) y BCRP (2015; entre 10 y 20 por ciento).

**Gráfico 3.6** Evolución reciente de la dolarización

**Notas:** la cifra de “sistema de pagos” reportada en 2001 es una estimación hecha para el año 2003. Por su parte, la cifra del “efecto traspaso” para 2014 es el menor efecto estimado en BCRP (2015).

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Por su parte, existe una relación natural entre las funciones dinerarias de unidad de cuenta y medio de cambio, debido a que resulta práctico efectuar las transacciones a través de la moneda en la que se pactan los precios. Esta dolarización transaccional, por tanto, se registró principalmente en operaciones vinculadas a bienes de consumo duradero, bienes de capital y bienes intermedios. Las transacciones de bienes de consumo no duradero y pago de remuneraciones continu  haciéndose principalmente en la divisa nacional, excepto para el período de hiperinflación. En este último lapso, los agentes económicos optaban por convertir sus intis a dólares apenas recibían sus remuneraciones para evitar la pérdida diaria que tenía la moneda nacional.

En la experiencia peruana resalta el hecho de que la dolarización de transacciones se ha reducido desde la década de 1990, aunque dicha reducción ha sido menor en el presente siglo. Una forma de medir este fenómeno es mediante el porcentaje de transacciones en la economía que se hacen a través del sistema de pagos dentro del sistema bancario, una estadística calculada en el BCRP. En el gráfico 3.6, se puede apreciar que: (i) la desdolarización de las transacciones respecto a la dolarización financiera ha sido modesta; y (ii) la dolarización financiera, alrededor de 40 por ciento, se ha aproximado a la dolarización transaccional.

### **3.3 Riesgos de la dolarización financiera y medidas para enfrentarla**

Con frecuencia, la decisión de los agentes económicos de operar con dos monedas no toma en cuenta –por falta de información o por comportamientos asociados al riesgo moral– los riesgos individuales y macroeconómicos asociados a este fenómeno. El uso del dólar como moneda paralela invoca dos tipos de exposiciones: descalce cambiario (efecto hoja de balance) y riesgo de liquidez. Estos riesgos amplifican los efectos negativos de choques financieros externos como un incremento no anticipado de tasas de interés, una reversión repentina de los flujos de capitales, o una mayor percepción de riesgo global. Ello también obstaculiza que el tipo de cambio cumpla su rol de contrarrestar choques provenientes de los mercados internacionales vía el canal de exportaciones netas.

Por ello, los riesgos de la dolarización financiera debieran ser incorporados en los marcos regulatorios y de respuestas de política económica, independientemente del objetivo de desdolarizar o no la economía. De manera análoga al tratamiento de una enfermedad, las medidas de respuesta regulatoria o de política económica para enfrentar riesgos en la estabilidad financiera debieran incluir en su conjunto los siguientes tres aspectos: (i) internalización de riesgos; (ii) reducción de la probabilidad de que se active el riesgo; y (iii) respuestas inmediatas para atenuar o enfrentar la materialización del riesgo. En la experiencia peruana reciente, la acumulación de reservas internacionales netas y la intervención cambiaria pueden entenderse como medidas orientadas a prevenir la amplificación de choques externos, así como a enfrentarlos. Por su parte, el manejo de políticas de encaje en moneda extranjera, típicamente diferenciadas de las políticas de encajes en moneda nacional, además, apunta a que los agentes del sistema bancario internalicen los riesgos de sus acciones.

#### **3.3.1 Riesgo de liquidez**

El riesgo de liquidez en la intermediación financiera en moneda extranjera para una economía parcial o totalmente dolarizada es una réplica del problema de liquidez que existía en la banca del siglo XIX con los patrones metálicos y la ausencia de un prestamista de última instancia. Esta función permite que haya una entidad que cubra cualquier deficiencia de liquidez en el sistema financiero, lo que da confianza en el sistema financiero al reducir las probabilidades de corridas bancarias.

Con la creación del dinero fiduciario y su emisión a cargo de un banco central se solucionó, en teoría, esta restricción, aunque reaparece en el Perú con la dolarización

financiera parcial<sup>6</sup>. Ello se da ya que los bancos en los Estados Unidos tienen acceso a un prestamista de última instancia en dólares (la Fed), y lo mismo se puede decir del BCRP con la provisión de liquidez en soles. Sin embargo, un banco peruano adolece del acceso a la ventanilla de dólares de la Fed<sup>7</sup>.

En tal sentido, y dependiendo del contexto económico y financiero, el sistema bancario podría encontrarse en situaciones en las que no disponga de liquidez de la divisa extranjera (entiéndase retiro masivo de dólares, reducción del fondeo externo, aumento de la cartera morosa en moneda extranjera, entre otras), por lo que se abren las puertas a severas crisis financieras, tal y como se registró en los mercados financieros de las economías emergentes tras la crisis rusa.

La respuesta regulatoria a este riesgo es establecer mayores requerimientos de encaje y liquidez a la intermediación financiera en dólares. Algunas veces se confunde una medida regulatoria de este tipo con una medida “proteccionista” hacia la moneda nacional, cuando en realidad lo que se busca es suplir la ausencia de un prestamista de última instancia en dólares. Por ejemplo, la tasa de encaje en los Estados Unidos era 25 por ciento en el siglo XIX (Ley de Bancos de 1863) para evitar corridas bancarias antes del nacimiento de la Fed. No obstante, como se mencionó, el requerimiento de encaje en dólares cumple las tres características deseables de una medida regulatoria: (i) permite que los intermediarios financieros internalicen el riesgo de liquidez y aminoran los problemas de riesgo moral; (ii) reducen la probabilidad de corridas bancarias, ya que la banca cuenta con altos niveles de liquidez en dólares; y (iii) permiten enfrentar con mejor pie una corrida bancaria al poder usar los fondos de encaje.

### 3.3.2 Descalce cambiario

El riesgo de descalces cambiarios se originó en los esquemas bimetálicos (oro y plata) del siglo XIX en los que se cumplía la Ley de Gresham. La moneda “mala”, es decir aquella que se percibe que perderá más su valor adquisitivo en el tiempo,

<sup>6</sup> Como es sabido, los bancos centrales de nuestro continente (la Fed en 1913 y el Banco de Reserva del Perú en 1922) fueron creados bajo el mandato de dar “elasticidad al circulante”.

<sup>7</sup> Si bien el dólar es la moneda internacional, no existe un prestamista de última instancia internacional. La Fed adoptó esta función durante la última crisis financiera internacional, al otorgar líneas de liquidez en dólares a bancos centrales de países desarrollados y a cuatro países emergentes (Brasil, Corea del Sur, México y Singapur) para que, a su vez, estos pudieran proveer de dólares a sus respectivos sistemas bancarios. Sin embargo, no existen indicios de que esta línea de acción se pueda extender a otros países, o que se pueda repetir dicha ayuda a los países emergentes antes mencionados.

reemplazó a la “buena” como medio de cambio, y la moneda buena se usó más como depósito de valor. La división de las funciones dinerarias para dos monedas (plata y oro) generó problemas financieros cuando el valor de la moneda usada para denominar los préstamos (el oro) se elevaba respecto a la moneda usada para hacer transacciones (la plata), como ocurrió en los Estados Unidos en la última década del siglo XIX.

Este riesgo se plasma cuando los agentes presentan un desalineamiento en sus hojas de balance, es decir, cuando sus ingresos se denominan monetariamente en una moneda distinta a la de sus deudas (egresos). La magnitud del efecto hoja de balance dependerá tanto del grado de dolarización de la deuda como del coeficiente de apalancamiento de la empresa.

Para ilustrar tal efecto, asuma que una empresa tiene activos por S/ 3 millones y una deuda en moneda extranjera equivalente a US\$ 500.000, y que el tipo de cambio se ubica en 3 soles por dólar. Una depreciación de 30 por ciento reduciría su patrimonio de S/ 1,50 millones a S/ 1,05 millones; y su ratio de apalancamiento (coeficiente de deuda sobre patrimonio) se elevaría de 1 a 1,8. Si partimos de una situación con mayor apalancamiento, deuda de US\$ 800.000 y patrimonio de S/ 600.000 (apalancamiento de 4), entonces una tasa de depreciación igual al caso anterior (30 por ciento) ocasionaría una situación de insolvencia en la empresa, al obtenerse un patrimonio negativo en S/ 120.000.

Para el primer caso, se aprecia que los indicadores financieros de la empresa se han deteriorado, aunque esta continúa siendo solvente. Además, su capacidad de fondeo de nuevos proyectos de inversión se ve afectada. En el segundo caso, se observaría un aumento de la morosidad de los créditos, por lo que en un escenario en el que un gran número de deudores incurren en estados de insolvencia, la estabilidad del sistema financiero estaría en riesgo.

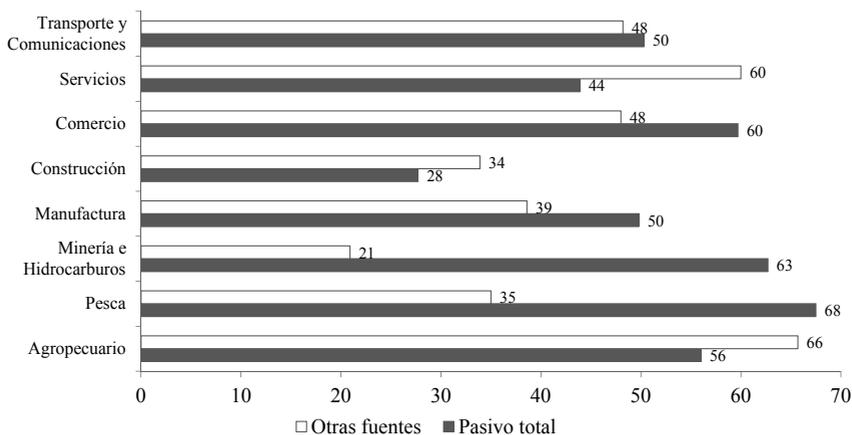
Es interesante notar que los trabajos empíricos a nivel microeconómico tienden a mostrar que el efecto hoja de balance es relativamente moderado respecto a los trabajos con datos agregados. Una razón de ello es que el segundo tipo de estimaciones captura los efectos indirectos que un problema de morosidad de una empresa puede transmitir a otras empresas, tales como a sus proveedores. En todo caso, los altos costos en producto de caer en la trampa del efecto hoja de balance hacen que el criterio de la autoridad monetaria sobre el mismo sea prudente.

Es difícil cuantificar el riesgo de descalces cambiarios, ya que no existe información detallada de coberturas cambiarias o de estructura de activos y pasivos por

monedas a nivel de empresas, así como de sus respectivos flujos de caja y mercados de venta. Se estima que la práctica de realizar coberturas cambiarias es reducida en nuestro país. Una encuesta reciente, realizada por el BCRP en agosto de 2015, muestra que de un total de 350 empresas corporativas, 74 por ciento reportan no utilizar ningún tipo de cobertura. El resto de empresas reportan algún tipo de cobertura (15 por ciento utiliza *forwards*; 6 por ciento, *swaps*; y 6 por ciento, otros instrumentos), pero se desconoce si están completamente protegidas de riesgos cambiarios.

Otra aproximación es considerar la dolarización de pasivos por sectores económicos. Para contar con una estimación más precisa, tomamos un concepto amplio de financiamiento que no solo cubre la más conocida noción de crédito de los intermediarios financieros, sino también agregamos el financiamiento vía el mercado de capitales locales y la deuda externa privada no financiera. Los pasivos en moneda extranjera bajo este concepto representan el 50 por ciento de los pasivos totales en agosto de 2015, siendo pesca y minería los sectores con mayor concentración de obligaciones en moneda extranjera, y que est n vinculados al segmento exportador (véase el gráfico 3.7). Sectores como comercio y servicios, cuyas ventas est n más orientadas al mercado interno, muestran también un alto grado de dolarización.

**Gráfico 3.7** Porcentaje del pasivo en moneda extranjera (enfoque sectorial)



**Notas:** las barras oscuras muestran los pasivos en moneda extranjera como porcentaje del total de pasivos, mientras que las barras claras muestran el porcentaje de pasivos en moneda extranjera proveniente de otras fuentes como crédito de proveedores, crédito de empresas relacionadas, entre otros.

**Fuente:** encuestas del Banco Central de Reserva del Perú a 350 empresas corporativas.

Por su parte, por tamaño de empresa se observa, en el cuadro 3.1, una mayor dolarización en los segmentos corporativos y una baja dolarización en los segmentos de microempresa. Esta distribución del grado de dolarización aminora el riesgo, ya que típicamente las unidades económicas pequeñas son las más vulnerables.

**Cuadro 3.1** *Dolarización del financiamiento ampliado al sector privado*

	Septiembre de 2010	Diciembre de 2014	Julio de 2015
Corporativo y gran empresa	73,7	75,1	71,4
Medianas empresas	64,1	59,3	51,2
Pequeña y microempresa	20,6	11,5	9,5
Crédito a empresas	62,8	63,9	60,9
Crédito a personas	26,5	20,0	17,3
Total	53,7	53,0	50,3

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

El riesgo de descalce cambiario limita el mecanismo del tipo de cambio como el mecanismo más efectivo para mitigar choques externos. Este límite se refiere a la velocidad de ajuste que puede tolerar la economía sin que se active el efecto hoja de balance y predomine sobre el efecto de exportaciones netas. En la siguiente ecuación de demanda agregada se puede apreciar el efecto de exportaciones netas ( $\phi_2 q_t$ ), expresado como la brecha del tipo de cambio real multilateral respecto a su valor de equilibrio de largo plazo, mientras que el efecto hoja de balance se representa como la depreciación del tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos ( $\phi_3 \Delta q_t^{\text{EEUU}}$ ):

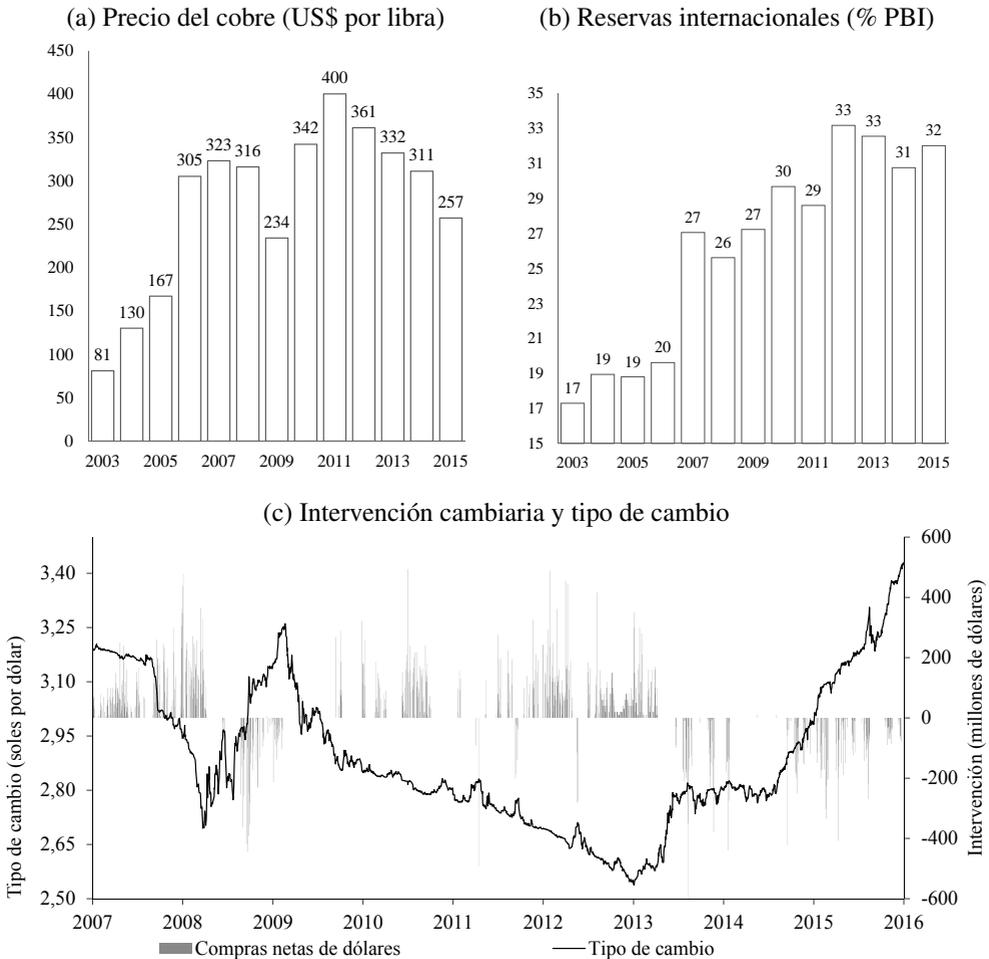
$$y_t = -\phi_1(i_t - \mathbb{E}_t \{\pi_{t+1}\}) + \phi_2 q_t - \phi_3 \Delta q_t^{\text{EEUU}} + \text{otros}.$$

Si la depreciación es fuerte, el efecto hoja de balance puede predominar sobre el tradicional efecto de exportaciones, llevando a la economía a una recesión. El efecto hoja de balance probablemente sea no lineal, es decir el parámetro  $\phi_3$  puede ser creciente respecto a la magnitud de la depreciación. Por ello, resulta conveniente suavizar la evolución del tipo de cambio en una economía con alta dolarización parcial.

En este contexto, el tipo de cambio continúa siendo un mecanismo válido de absorción de choques externos, pero la velocidad de dicho ajuste tiene que ser moderada para evitar caer en una recesión por contracción crediticia. Bajo estas consideraciones, la respuesta de política del BCRP ha sido intervenir en el

mercado cambiario con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio, bajo una estrategia de “lean against the wind”. De esta forma, se busca minimizar la probabilidad de que se gatille un efecto hoja de balance que conlleve impactos nocivos sobre la actividad económica y la estabilidad financiera, tomando en cuenta la incertidumbre sobre el efecto hoja de balance en la economía y la duración del choque que afecta al tipo de cambio (llamémosle “trampa de la hoja de balance”).

**Gráfico 3.8** Boom del precio del cobre (estrategia “lean against the wind”)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

La segunda fuente de incertidumbre es respecto a la magnitud y duración del choque que puede enfrentar la economía, que haga que el tipo de cambio se eleve significativamente. La experiencia histórica en el Perú, además, muestra que las crisis económicas hasta la década de 1980 se han originado en la balanza de pagos con un banco central carente de suficientes reservas internacionales. Por ello, la intervención cambiaria se ha orientado hacia la acumulación de reservas internacionales en los tiempos de altos términos de intercambio e inlujos de capitales, para ser usadas cuando las condiciones internacionales se reviertan, como ha sido el caso en los últimos años. Un ejemplo sobre el funcionamiento de la estregia “*lean against the wind*” se muestra en el gráfico 3.8, en el contexto del *boom* reciente del precio del cobre.

Por otro lado, se podría argumentar que la intervención cambiaria, al apuntalar la reducción de la volatilidad del tipo de cambio, incentiva a que los agentes económicos no internalicen los riesgos de los descalces cambiarios, ya que el BCRP les limita el riesgo. En esta misma línea se encuentra además la teoría de portafolio por monedas de Ize y Levy-Yeyati (2003), quienes muestran que una mayor volatilidad del tipo de cambio real respecto a la volatilidad de la inflación incentiva una mayor demanda de moneda nacional. Sin embargo, resulta cierto también que una economía que ya presenta una alta dolarización financiera tiene un mayor riesgo de estabilidad financiera si es que la fluctuación libre del tipo de cambio la lleva a caer en la trampa de la hoja de balance. Más aún, los agentes económicos bajo expectativas racionales podrían asumir correctamente que la respuesta óptima de un banco central será evitar caer en dicha trampa, por lo que el incentivo a dolarizarse persistiría. Es por ello que una respuesta adecuada para enfrentar el efecto hoja de balance es combinar la intervención cambiaria para moderar la volatilidad cambiaria con medidas macroprudenciales para enfrentar los riesgos de dolarización financiera.

### **3.4 Desdolarización financiera: retando a la Ley de Gresham**

La sección anterior describió los riesgos de la dolarización y las respuestas para enfrentarlos. En esta sección se discuten las medidas que se adoptaron para fomentar la desdolarización financiera.

La literatura señala que una inflación baja permanente es una condición necesaria para fomentar la desdolarización, sobre todo en los casos de dolarización transaccional y real. La demanda por circulante tiende a recuperarse, es decir los agentes económicos comienzan a usar el billete local como medio de transacción, típicamente para transacciones de bajo valor y con bienes de consumo no duradero. Recordemos que

son los sectores de menores ingresos los que usan más intensivamente el circulante y también los que se perjudican más con el impuesto inflación. Al respecto, es interesante notar cómo la demanda por circulante creció 50 por ciento en términos reales en 1994, cuando la inflación alcanzó tasas de 15 por ciento, luego de 18 años con tasas superiores al 30 por ciento (incluyendo tres años de hiperinflación).

Sin embargo, una inflación baja e incluso menor que la que se registraba antes del inicio del proceso de dolarización no es suficiente para recuperar la función de depósito de valor que solía tener la moneda nacional inicialmente. La Ley de Gresham se mantiene bajo la forma de una alta dolarización financiera: el público usa más para transacciones la moneda percibida como débil (el sol), y para ahorrar, la moneda percibida como más fuerte (el dólar).

La desdolarización voluntaria es, por tanto, un tremendo desafío para una nación. Antes de la dolarización, la economía utilizaba masivamente la moneda nacional a pesar de que la inflación era mayor que la de los países desarrollados con tasas de un dígito. Una vez que se cruza el umbral donde los agentes económicos se adecuan a usar dos monedas, es bastante difícil revertir el proceso (histéresis). Los ciudadanos se acostumbran a usar el dólar como depósito de valor y la moneda local como moneda transaccional. Como resultado, se desarrolla un sistema de pagos bimonetario con red de cajeros, compensación de cheques, entre otros. Por estos motivos, a la fecha no se ha registrado un país que, partiendo de una alta dolarización financiera (más de 70 por ciento) por un tiempo prolongado (más de cinco años), haya revertido este fenómeno de manera voluntaria (digamos, reducción de la dolarización a menos del 20 por ciento). Sin embargo, países como Bolivia y el Perú han mostrado un avance significativo en la desdolarización financiera.

La moneda nacional tiene que competir, además, con una moneda que: (i) es divisa internacional, por lo que es fácilmente convertible a cualquier otra moneda; (ii) tiene una alta reputación que mantendrá su valor en el tiempo (expectativas de inflación de largo plazo en los Estados Unidos de 2 por ciento o menos); y (iii) tiene una curva de rendimiento que sirve de referencia para la formación de tasas de interés para todos los plazos, sobre todo de largo plazo. Así, la estrategia de desdolarización en el Perú se ha basado en los principios de: (i) proveer al público una moneda que pueda competir con el dólar en todas las funciones dinerarias; y (ii) establecer mecanismos de coordinación para modificar hábitos o regulaciones que impidan dicha competencia y perpetúen el uso del dólar.

### **3.4.1 Creación de una moneda que compita con el dólar como depósito de valor**

Un primer paso en una estrategia de desdolarización es dotar a la población de una moneda nacional que cumpla a cabalidad con las funciones dinerarias en condiciones similares al dólar. Bajo esta premisa, la desdolarización constituye la solución óptima cuando el Estado es capaz de proveer una sólida política monetaria y dispone de un mercado financiero y de capitales en moneda local que permita a los agentes económicos financiar proyectos de largo plazo.

Es decir, cuando la moneda nacional es percibida como fuerte, respaldada por un banco central fiable, y goza además de estabilidad macrofinanciera, los agentes tienen incentivos para usarla en sus transacciones financieras y económicas, en la fijación de precios, en sus decisiones de ahorro e inversión, entre otros. Sin embargo, construir institucionalidad y credibilidad para diseñar una política monetaria de estas características toma tiempo.

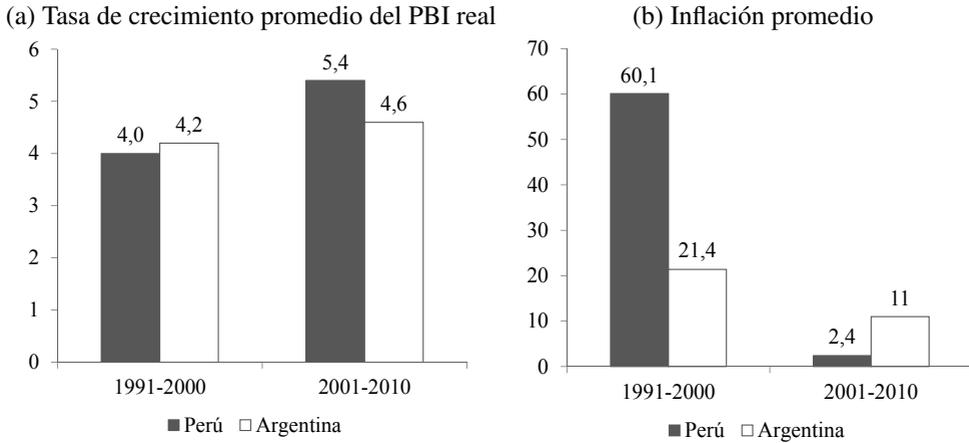
#### *3.4.1.1 Construcción de un marco macroeconómico sólido*

A inicios de la década de 1990, la economía peruana experimentaba una situación dramática: impago de la deuda externa, hiperinflación y erosión de los ingresos fiscales, altos déficits fiscales y cuasifiscales, y nulas reservas internacionales (se carecía de soporte del sistema de tipo de cambio fijo). Lo anterior demandaba como paso inicial impulsar el programa de estabilización, el mismo que se gestó a partir de dos principios básicos: una política fiscal ajena a las operaciones del BCRP (disciplina fiscal) y un tipo de cambio flotante (sucio). La decisión de eliminar la posición de dominio fiscal, con la renuncia del gobierno central al financiamiento del BCRP y la mejora de las cuentas fiscales, resultó crucial para forjar y hacer creíble una genuina independencia de la política monetaria.

Dado que el BCRP carecía de credibilidad, había una corriente de opinión a favor de una junta de convertibilidad e incluso adoptar el dólar como moneda oficial durante los primeros años de la década de 1990. La experiencia inicialmente exitosa de la Junta de Convertibilidad en Argentina por aquellos años apoyaba esa posición. Argentina y el Perú tuvieron casi simultáneamente hiperinflación, pero el primero apostó por importar la credibilidad de la política monetaria de los Estados Unidos, mientras que el segundo tomó el largo camino, pero el más adecuado en el largo plazo, de construir reputación e implementar una política monetaria independiente. En el corto plazo, y como era de esperarse, los resultados en Argentina fueron más auspiciosos, al

experimentar una drástica reducción de la inflación y una recuperación económica, tras su previo episodio de hiperinflación (véase el gráfico 3.9). Sin embargo, el esquema colapsaría diez años después.

**Gráfico 3.9** *Los casos de Perú y Argentina*



**Fuente:** Fondo Monetario Internacional.

En la década de 1990, la política monetaria se orientó a reducir la inflación, lo cual fue lográndose de forma gradual debido a que el BCRP tenía que construir su credibilidad. Tomó diez años reducir la inflación a estándares internacionales, por debajo del 4 por ciento.

La crisis rusa de 1998 reabrió el debate respecto a la conveniencia de adoptar el dólar como moneda oficial en la región, siendo Ecuador (en el año 2000) y El Salvador (en 2001) países que siguieron tal rumbo. Por el lado del BCRP, se optó por continuar fortaleciendo aún más la política monetaria. La principal lección tras la crisis rusa fue que la dolarización financiera dificulta la capacidad de un país de usar el tipo de cambio como mitigador de los choques externos, y que existe un considerable riesgo de liquidez ante la reversión de las líneas de crédito de corto plazo.

### 3.4.1.2 Esquema de metas de inflación

En 2002, el BCRP adoptó formalmente el régimen de metas explícitas de inflación, siendo el Perú el primer caso de una economía parcialmente dolarizada en hacerlo. Se fijó como meta la tasa de 2,5 por ciento con un rango de tolerancia de entre 1,5 y 3,5

por ciento. A inicios de 2007, la meta de inflación fue reducida a 2,0 por ciento, con un rango de tolerancia de 1,0 a 3,0 por ciento.

La elección del público del dólar como medio de ahorro de largo plazo obedece a la percepción de que la moneda que perderá valor en el tiempo va a ser la moneda nacional porque históricamente la inflación en el Perú ha sido más alta que en los Estados Unidos. Por ello, una meta de inflación de 2 por ciento –además de permitir cumplir mejor la función de depósito de valor– permitiría que el sol pueda competir en similares condiciones frente al dólar.

El argumento a favor de adoptar el dólar como moneda oficial era que con tal medida se eliminaría el desorden monetario. La apuesta en el caso de nuestro país, de fortalecer la institucionalidad del BCRP y la implementación del esquema de metas de inflación, ha conseguido tasas de inflación incluso más bajas y estables que en aquellos países que optaron por dolarizarse. Evidencia de ello se muestra en el cuadro 3.2.

**Cuadro 3.2** *Inflación en el Perú versus economías totalmente dolarizadas (2001-2014)*

	Promedio	Desvío estándar
Ecuador	5,7	3,4
El Salvador	3,0	2,4
Panamá	2,6	2,5
Perú	2,6	1,6

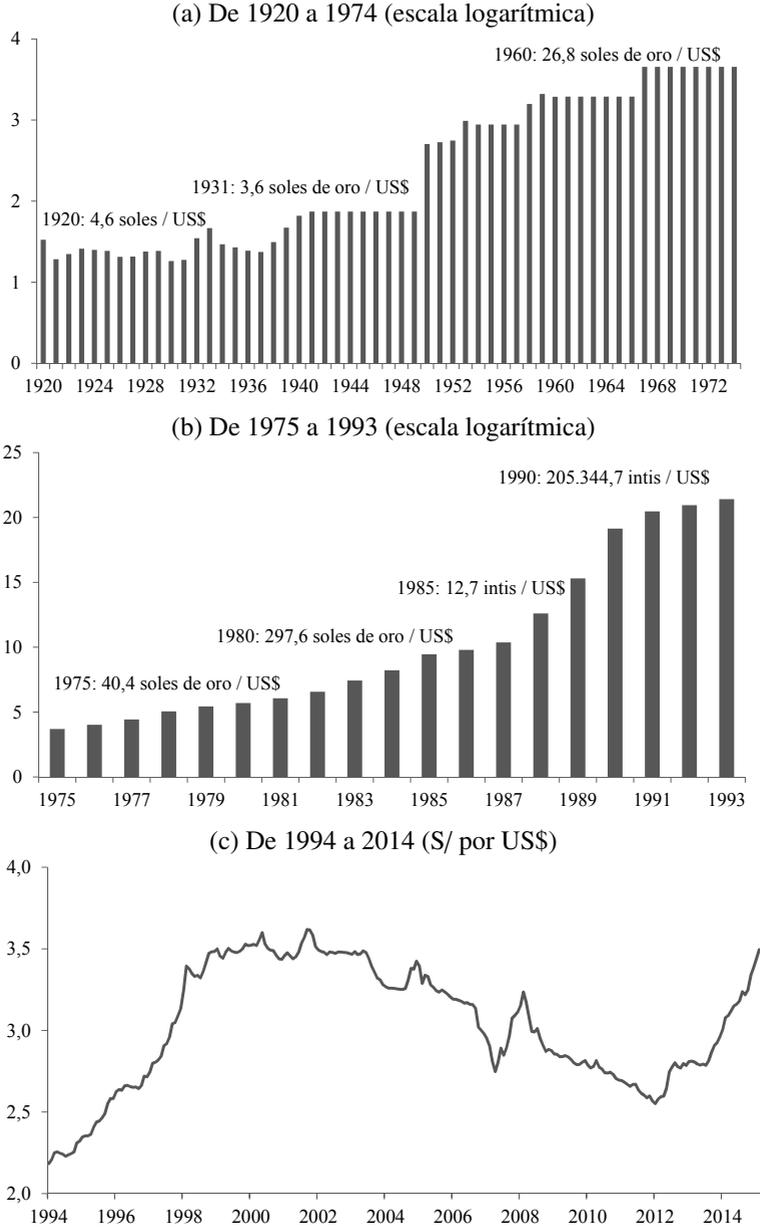
**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Bajo un esquema de flotación administrada, y con una meta de inflación en niveles internacionales, en el presente siglo se registró un evento sin precedentes: una tendencia apreciatoria por diez años (véase el gráfico 3.10). Ello ayudó a debilitar otra de las percepciones del público respecto a la moneda nacional: que el tipo de cambio nunca disminuye; es decir, que no se pierde valor si se ahorra en dólares. Desde que los agentes económicos percibieron que el tipo de cambio puede bajar, y sostenidamente, se observó una aceleración importante en la desdolarización de los depósitos.

#### 3.4.1.3 *Desarrollo de los mercados financieros en moneda local*

Además de mantener una inflación similar a la de los Estados Unidos, se requiere desarrollar mercados financieros en soles, para así formar una curva de rendimientos para diferentes plazos que permita al sector privado endeudarse en dicha moneda.

**Gráfico 3.10** Tipo de cambio nominal en perspectiva histórica

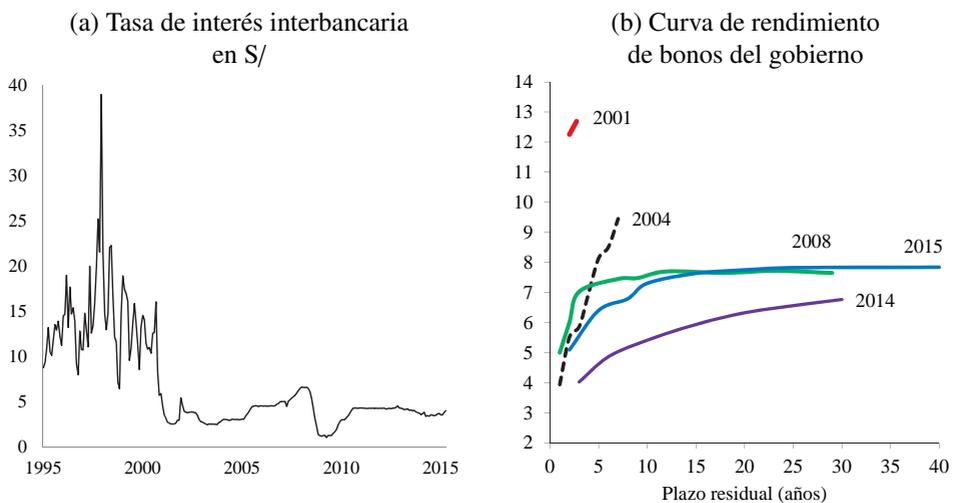


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Con el esquema de metas de inflación vino la adopción de una meta operativa de tasas de interés. Esta modificación de la meta operativa permitió hacer más predecible la evolución de las tasas de interés del mercado monetario y que surgiera un canal de tasas de interés para la política monetaria; véase el gráfico 3.11(a). En efecto, los agentes empezaron a incorporar sus expectativas sobre la tasa de interés para sus operaciones financieras, tanto de corto como de mediano plazo, lo que trajo como consecuencia un incremento del efecto traspaso de la tasa de política sobre las tasas de créditos y depósitos para distintos plazos. A medida que el canal de tasa de interés de la política monetaria se fortaleció, la economía se hacía menos dolarizada.

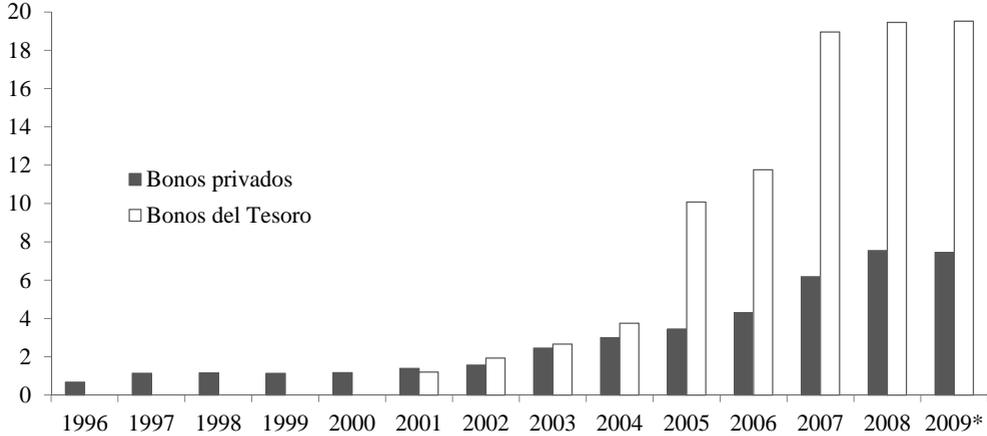
A su vez, el gobierno puso en marcha un activo plan de desarrollo del mercado de deuda en moneda local. En 2000, la deuda en soles tenía como período de madurez 3 meses (Certificados de Depósitos del BCRP); para el cierre de 2013, se habían registrado emisiones de Bonos del Tesoro Público a 30 años, con rendimientos anuales de 6,8 por ciento; véase el gráfico 3.11(b). En el Perú, la participación estatal, la inflación baja y la menor volatilidad de la tasa de interés interbancaria proveyeron la plataforma apropiada para que los agentes privados también emitan sus bonos en moneda nacional.

**Gráfico 3.11** *Desarrollo de los mercados financieros en moneda nacional*



**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

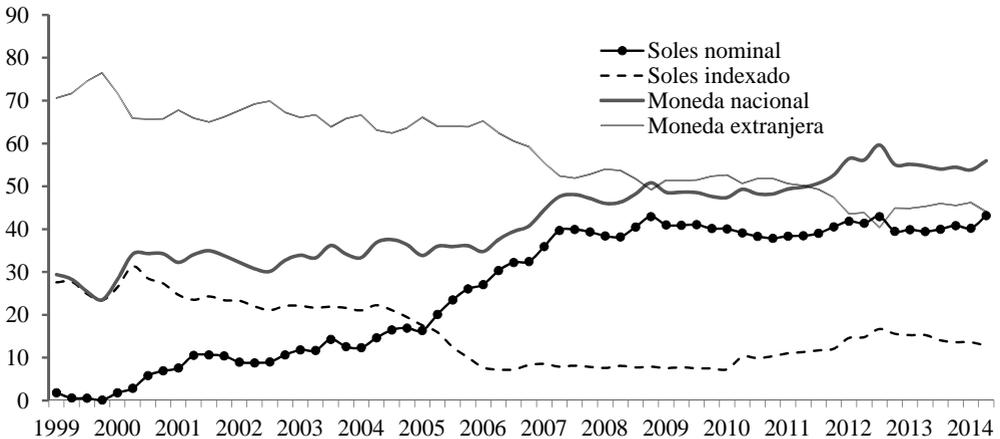
**Gráfico 3.12** *Bonos privados en soles y bonos del Tesoro Público*



**Notas:** miles de millones de soles. Los bonos privados incluyen bonos corporativos y bonos titulizados en moneda nacional y VAC. \*Las cifras de 2009 corresponden al saldo hasta abril de ese año.

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

**Gráfico 3.13** *Composición por moneda de los bonos del sector privado*



**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

En los gráficos 3.12 y 3.13 se aprecia que desde el año 2003 se ha venido dinamizando rápidamente el mercado de bonos en soles, situación que se extendió posteriormente al mercado de bonos del sector privado. Asimismo, la madurez de los bonos emitidos para 2006 había alcanzado los 20 años, aunque en el mismo período el ratio de dolarización de los créditos hipotecarios ascendía a 95 por ciento. Después de ello, se inició un marcado proceso de desdolarización del crédito, cuyo ratio cayó a 38 por ciento en 2013. Asimismo, el fondeo de largo plazo en soles para los créditos hipotecarios fue posible debido a la nueva función del sol como reserva de valor.

### **3.4.2 Mecanismos de coordinación**

Con el esquema de metas de inflación a una tasa de inflación similar a la de los Estados Unidos y la extensión de una curva de rendimiento de bonos soberanos hasta plazos de 30 años, la moneda peruana ya se encontraba en condiciones de cumplir adecuadamente todas sus funciones dinerarias y contribuir, adicionalmente, a la ejecución de una política monetaria contracíclica, en línea con el esquema de metas de inflación.

De manera complementaria, se dieron medidas para que el sol pudiera competir con el dólar mediante la eliminación de normas que impedían esta competencia.

#### *3.4.2.1 Desdolarización de las pensiones*

Hasta antes de las modificatorias en el Sistema Privado de Pensiones efectuadas en agosto de 2010, las cuales fueron especificadas en el Decreto Supremo 104-2010-EF y reglamentadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) en diciembre del mismo año, las pensiones provistas por las compañías de seguros (las rentas vitalicias) solo podían denominarse en soles VAC (indizados a la inflación) o en dólares corrientes (sin ningún reajuste). Las pensiones en soles VAC eran escasas y, por ende, caras, debido a que las compañías de seguros tenían dificultades para respaldarlas, dado el incipiente desarrollo de instrumentos financieros indizados. Las pensiones en dólares eran más populares, pero se encontraban expuestas no solo al riesgo de inflación, sino al de apreciación del sol.

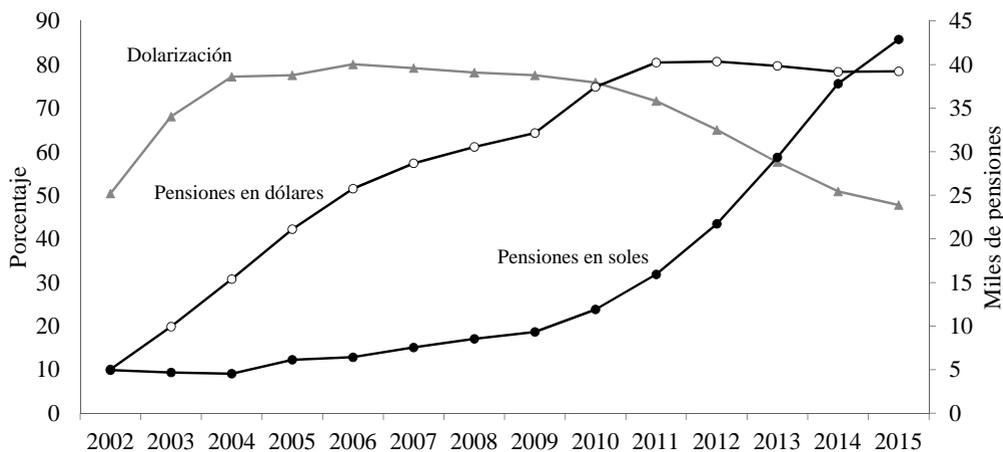
Las modificaciones introducidas tuvieron un doble propósito: ampliar la oferta de pensiones en soles y proteger contra la inflación a las pensiones en dólares. Para ello, la SBS dispuso reajustes trimestrales tanto en las pensiones en soles (no VAC) como en dólares, a una tasa fija de 2 por ciento anual.

Además, la SBS estableció que, respecto a la modalidad de Renta Bimoneda, la única opción de partición de capital para pensión fuera la siguiente: 50 por ciento del capital para pensión para establecer el monto de la pensión en dólares y 50 por ciento para determinar el valor de la pensión en soles.

Con esta modificación, se redujeron las opciones de partición y se corrigió el sesgo que existía hacia las pensiones en dólares, pues anteriormente se ofrecían dos opciones adicionales: 70 por ciento y 60 por ciento del capital para establecer el monto de la pensión en dólares.

Luego de este cambio de política se presentaron dos resultados de importancia. Primero, el coeficiente de dolarización del número de pensiones de jubilación en el Sistema Privado de Pensiones pasó de 76 por ciento en diciembre de 2010, a 48 por ciento en junio de 2015. Si bien este ya venía disminuyendo desde antes, su reducción se acelera luego de la publicación del reglamento sobre las nuevas modalidades de pensiones, por una mayor preferencia por las pensiones en soles, que dura hasta el día de hoy (véase el gráfico 3.14).

**Gráfico 3.14** Pensiones de jubilación del Sistema Privado de Pensiones



**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Segundo, luego de la reforma que introdujo la modalidad de pensión en soles nominales, el coeficiente de dolarización de pensiones pasó de 76 por ciento en diciembre de 2010 a 55 por ciento en marzo de 2014.

### 3.4.2.2 Mecanismos de coordinación de precios

Una de las causas de la persistencia de la dolarización es el hábito por parte de los agentes económicos de fijar precios de los bienes duraderos en dólares. Las diferentes formas de dolarización en la economía interactúan entre sí, incrementando la persistencia de este fenómeno. Así, la dolarización de precios (dolarización real) genera incentivos para la dolarización financiera (ahorros y créditos), pues se tiende a ahorrar en la moneda en que se realizan los consumos.

El ciudadano peruano tuvo en mente que para salvaguardar el valor de sus activos, lo más apropiado era mantenerlos en dólares, lo que se tradujo en precios y préstamos en esta divisa. Ante ello, en 2004 el Congreso aprobó la Ley 28300, estableciendo que la publicidad y el anuncio de precios de bienes de consumo deberían incluir su denominación en soles. Esta acción, coordinada con una inflación similar a la de los Estados Unidos, favoreció que los agentes privados transen en moneda local. Primero con electrodomésticos y luego con bienes de mayor valor, como viviendas dirigidas a consumidores de medianos a bajos ingresos.

No obstante, aún existe mucho margen para incrementar el uso de la moneda local en transacciones. Por ejemplo, una parte importante de los términos contenidos en los contratos de concesión de infraestructura (montos de inversión, tarifas y su reajuste, garantías, penalidades, indemnizaciones y seguros) firmados en el Perú se encuentran denominados en dólares. Como se aprecia en el cuadro 3.3, esta práctica no es común en otros países latinoamericanos, donde se mantiene un tratamiento uniforme de los contenidos de los contratos de concesión en la moneda local.

**Cuadro 3.3** *Denominación de los contratos de concesiones viales en América Latina*

	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú
Monto de inversión	Peso	Peso	Peso	Peso	US\$
Tarifa de peaje	Peso	Peso	Peso	Peso	US\$
Reajuste de tarifa	Peso, US\$	Peso	Peso	Peso	Sol, US\$
Garantía de fiel cumplimiento	Peso	Peso	Peso	Peso	US\$
Penalidades	Peso	Peso	Peso	Peso	US\$
Indemnizaciones	Peso	Peso	Peso	Peso	US\$
Seguros	Peso	Peso	Peso	Peso	US\$

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

El uso generalizado del dólar en los contratos pareciera reflejar hábitos originados por la experiencia inflacionaria del pasado. Asimismo, podría poner en evidencia la intención de hacer más atractivos los proyectos a concesionarios con financiamiento internacional. Sin embargo, como se mencionó, dista de la práctica de nuestros países vecinos de utilizar su moneda al definir sus tarifas, con lo cual protegen a su población de las fluctuaciones cambiarias. Por otro lado, fijar las tarifas en dólares no elimina el riesgo cambiario del concesionario con financiamiento en dólares, toda vez que un elevado porcentaje de los costos de inversión y operativos se realizan en moneda nacional. Un ejemplo de ello son las redes viales en el Perú, cuyas tarifas se fijan en dólares y se reajustan por el IPC de los Estados Unidos.

En general, desde una perspectiva macroeconómica, no es conveniente fijar en dólares los ingresos de servicios públicos que son de naturaleza no transable. Ello genera descalces cambiarios y puede afectar el cumplimiento de contratos. El cuadro 3.4 presenta la estructura de indización y mecanismos de ajuste en la fijación de precios de servicios públicos en el Perú. Se concluye que existe aún mucho camino por recorrer en el fomento de la desdolarización en el país.

**Cuadro 3.4** *Indización de las tarifas de los servicios públicos*

	Moneda base	Factor de productividad	Inflación interna	Inflación externa
Agua potable	S/		IPM	
Telecomunicaciones	US\$	✓	IPC	
Transportes:				
Aeropuerto Jorge Chávez	US\$	✓		EE. UU.
Aeropuertos provincias (grupo 1)	US\$		50% IPC	50% EE. UU.
Puerto Matarani	US\$	✓		EE. UU.
Puerto Muelle Sur y Norte	US\$	✓		EE. UU.
Redes viales	US\$		50% IPC	50% EE. UU.
Redes de ferrocarriles	US\$			NY, EE. UU.
Línea 1, Metro de Lima	S/			
Línea 2, Metro de Lima	US\$			

**Notas:** en el caso de la Línea 1 del Metro de Lima, la tarifa puede ser modificada por el concedente. En el caso de la Línea 2, la tarifa se actualiza al tipo de cambio del 1 de febrero de cada año.

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Los contratos de concesión cuyos contenidos se estipulen en soles y estén indizados a la inflación podrían financiarse mediante la emisión de bonos en soles

nominales o VAC, sin incurrir en riesgo de descalce cambiario, pues sus ingresos estarían indizados al IPC. Además, con la profundización del desarrollo de los bonos en soles, se permitiría mejorar las opciones de jubilación de los pensionistas del Sistema Privado de Pensiones.

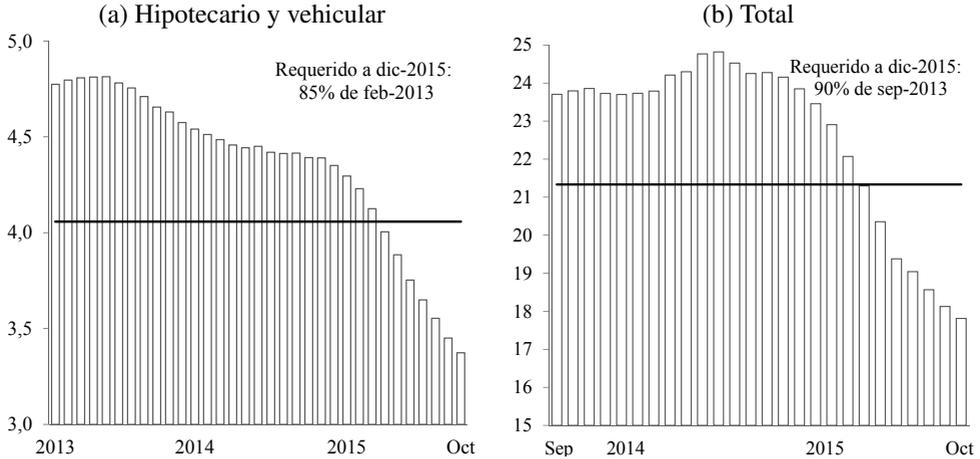
Según la SBS, a agosto de 2015, las AFP (5,9 millones de afiliados) representan una fuente importante de financiamiento interno, cuyo fondo asciende a 19,8 por ciento del PBI, del cual el 60 por ciento está colocado en títulos de emisores locales, y diversificado en varios sectores económicos. Cabe mencionar que la parte de las inversiones de las AFP en el sector infraestructura viene reduciéndose, de un 15,5 por ciento del total del fondo en diciembre de 2007 a 10,4 por ciento en agosto de 2015. Por ello, habría un margen para generar demanda por títulos en soles asociados a concesiones, principalmente con fondos de las AFP.

### **3.4.3 Programa de desdolarización del crédito**

La tendencia hacia la desdolarización del crédito y los depósitos ha sido decreciente en el presente siglo, observándose, como podía preverse, que en períodos de presiones apreciatorias, la desdolarización de los depósitos ha sido mayor que la de los créditos. Por el contrario, en períodos en los que el tipo de cambio ha tendido a aumentar, como en los últimos 2 años, la desdolarización del crédito se acelera mientras que los depósitos tienden a dolarizarse.

Sin embargo, el nivel de dolarización del crédito aún constituye una fuente de vulnerabilidad macroeconómica, por lo que el BCRP implementó un esquema de encajes adicionales para el crédito en dólares. El programa se inició en febrero de 2013 con los créditos hipotecarios y vehiculares, y en septiembre de 2013 se extendió al total de créditos (excluyendo comercio exterior).

El programa ha venido ajustándose para seguir facilitando el proceso de desdolarización en 2015. El gráfico 3.15 muestra que los bancos han reducido sus colocaciones en dólares en magnitudes mayores que las previstas por el programa. Por ejemplo, el crédito hipotecario y vehicular en dólares debería disminuir en 15 por ciento a diciembre de 2015 respecto al saldo de la fecha de inicio del programa (febrero 2013) para no incurrir en encajes adicionales. A septiembre de 2015, la reducción del crédito en dólares ha sido mayor (26 por ciento). Una evolución similar se registra para el total de créditos en dólares.

**Gráfico 3.15** Crédito en US\$ de las empresas bancarias (miles de millones de US\$ )

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

Dado el excedente de liquidez en dólares por la mayor captación de depósitos y la reducción de los créditos en dólares, el BCRP en simultáneo inició operaciones de repo a largo plazo (hasta 5 años) con monedas para apoyar el fondeo en soles. Como resultado, se acentuó la desdolarización del crédito, y se incrementó el plazo promedio del fondeo en soles, de 7 meses en 2012 a 1 año en 2015 (véase el gráfico 3.16).

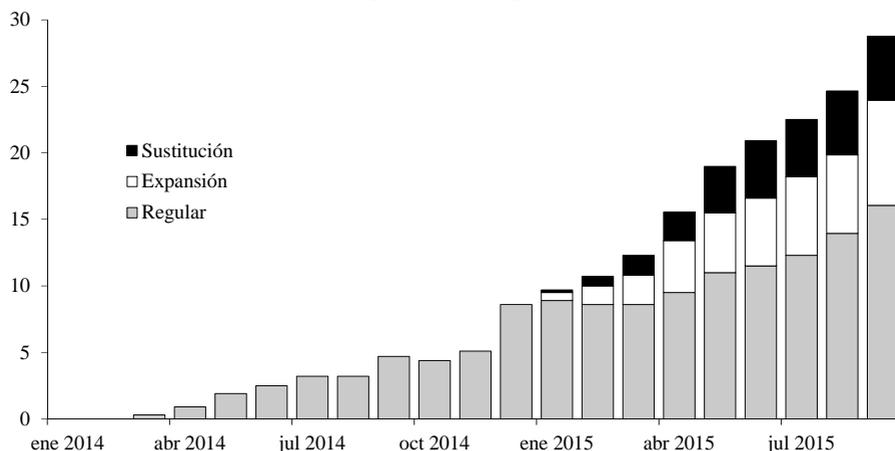
### 3.5 Conclusiones y perspectivas

Las medidas antes descritas –esquema de metas de inflación, profundización de los mercados financieros en soles y coordinación en la fijación de precios– se han reforzado mutuamente en un círculo virtuoso de desarrollo de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y gradual desdolarización de la economía. En efecto, la baja inflación ha permitido reducir las expectativas de inflación de largo plazo y, con ello, incentivar el uso del sol como depósito de valor y la aparición de instrumentos de largo plazo en soles.

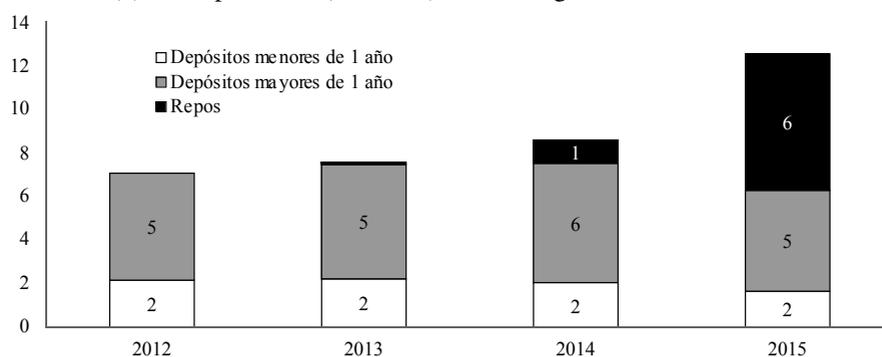
Con ello, la naturaleza de la dolarización en el Perú –caracterizada en la década de 1990 por un predominio del sol como moneda transaccional y del dólar como moneda de depósito de valor (siguiendo la Ley de Gresham)– ha venido cambiando a favor del sol, que ha comenzado a disputar al dólar en todas las funciones dinerarias.

**Gráfico 3.16 Administrando el excedente de liquidez en US\$**

(a) Saldo de operaciones repo con monedas



(b) Plazo promedio (en meses) de las obligaciones de los bancos

**Fuente:** Banco Central de Reserva del Perú.

De tal forma, se ha registrado en el período del esquema de metas de inflación una reducción de todos los indicadores de dolarización financiera, incluyendo aquellos vinculados al ahorro y financiamiento de largo plazo, como son los depósitos por Compensación de Tiempo de Servicios (CTS) y el crédito hipotecario<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> En el caso de los depósitos CTS, la dolarización se ha reducido de 91 por ciento en 2001 a 39 por ciento en 2014. En el caso de los créditos hipotecarios, la reducción se inició a mediados de la década pasada con el surgimiento de tasas referenciales para plazos de más de 15 años por parte de los bonos soberanos, pasando de tasas de dolarización de 94 por ciento a 39 por ciento hacia finales de 2014.

Esta dinámica es resumida por García-Escribano (2011), quien encuentra que los principales determinantes de la desdolarización en el Perú han sido la estabilidad macroeconómica, los mayores requerimientos de encaje en dólares y el desarrollo del mercado de capitales en soles.

Adicionalmente, el diseño de la política monetaria se complementó con medidas orientadas a reducir los riesgos de inestabilidad financiera, tales como altos requerimientos de encaje para aminorar ciclos crediticios y para reducir riesgos de liquidez (en especial, en el caso de la intermediación en moneda extranjera), intervenciones cambiarias para disminuir la excesiva volatilidad del tipo de cambio, y operaciones monetarias de mayor plazo para enfrentar situaciones de estrés en los mercados financieros.

## Referencias

- Alzamora, L. (1932). *El Billeto de Banco en el Perú*. Librería e Imprenta Gil, Lima.
- BCRP (1999). *El Banco Central: Su Historia y la Economía del Perú 1821-1992*, volumen 1. Banco Central de Reserva del Perú, Lima.
- BCRP (2015). Tipo de cambio e inflación (Recuadro 8). En *Reporte de Inflación. Panorama Actual y Proyecciones Macroeconómicas 2015-2017*, volumen Mayo. Banco Central de Reserva del Perú.
- García-Escribano, M. (2011). Factores que impulsan la desdolarización en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, 21:23–40. Banco Central de Reserva del Perú.
- Hausmann, R., Panizza, U., y Stein, E. (2001). Why do countries float the way they float? *Journal of Development Economics*, 66(2):387–414.
- Ize, A. y Levy-Yeyati, E. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2):323–347.
- Miller, S. (2003). Estimación del pass-through del tipo de cambio a precios: 1995-2002. *Revista Estudios Económicos*, 10. Banco Central de Reserva del Perú.
- Winkelried, D. (2003). ¿Es asimétrico el pass-through en el Perú?: Un análisis agregado. *Revista Estudios Económicos*, 10. Banco Central de Reserva del Perú.
- Winkelried, D. (2014). Exchange rate pass-through and inflation targeting in Peru. *Empirical Economics*, 46(4):1181–1196.