



Recuadro II: Dolarización financiera en Paraguay

Introducción

El concepto de dolarización es amplio y abarca distintas formas en las que una economía incorpora el uso de moneda extranjera. En términos generales, se distingue entre la dolarización oficial, cuando la moneda extranjera tiene estatus de curso legal, y la dolarización no oficial (o *de facto*), en la que coexisten la moneda extranjera y la moneda local. De esta última se identifican la dolarización real y la dolarización financiera. La primera se refiere al uso de otras divisas (en general el dólar) como medio de pago o unidad de cuenta, mientras que la dolarización financiera se refiere a la tenencia de activos y pasivos financieros denominados en moneda extranjera como reserva de valor por parte de los residentes de un país. En Paraguay, la dolarización financiera se refleja principalmente en la tenencia de créditos y depósitos en dólares, que se justifica considerando que es una economía abierta a la integración comercial y al acceso a los mercados financieros globales.

El objetivo de este recuadro es analizar específicamente la dolarización financiera en Paraguay¹. En primer lugar, se examinarán los riesgos asociados a una elevada dolarización, incluyendo el riesgo cambiario y de liquidez en el sistema financiero, así como el impacto en la transmisión de la política monetaria. Luego, se presentará la evolución de la dolarización en el país, analizando la composición de los créditos y los depósitos. Finalmente, se presentarán algunas de las medidas implementadas en países de la región, incluyendo a Paraguay, para fomentar la desdolarización financiera.

Riesgos derivados de la dolarización

Existen diversas teorías del porqué los agentes económicos eligen ahorrar o endeudarse en dólares, cada una con un énfasis en distintos aspectos de la economía². Sin embargo, el reconocimiento de que la dolarización financiera no es un fenómeno inevitable ni

necesariamente beneficioso ha llevado a una reevaluación de sus implicaciones.

Si bien la dolarización financiera puede ser positiva en ciertos contextos, ya que permite una diversificación de riesgos y fomenta una mayor inclusión e integración financiera global, también presenta una serie de riesgos que pueden comprometer la estabilidad macroeconómica y financiera de un país.

Riesgo cambiario (hoja de balance)

Uno de los principales riesgos es el desajuste entre activos y pasivos denominados en diferentes monedas, lo que incrementa la vulnerabilidad de los agentes económicos a las fluctuaciones del tipo de cambio. En el caso de que las empresas o familias decidan endeudarse en dólares, mientras sus ingresos se encuentran en moneda local, una depreciación brusca de la moneda local puede hacer que esas deudas se vuelvan impagables. Este fenómeno se conoce como “*efecto hoja de balance*” o riesgo cambiario, y ocurre cuando el valor en moneda nacional de los pasivos en dólares aumenta más rápido que el valor en moneda local de los activos o ingresos de los deudores, lo cual puede deteriorar la posición patrimonial de estas empresas y familias. Esto se agrava si las depreciaciones afectan la solvencia de los deudores y, en consecuencia, puede llevar a incumplimientos con el sistema bancario, generando una exposición al riesgo de crédito cambiario³.

Otro riesgo que puede generarse a partir de este descalce es el contagio al sistema financiero. Cuando múltiples agentes enfrentan dificultades para cumplir con sus obligaciones en moneda extranjera (ME), aumentan los niveles de mora y se deteriora la calidad de los activos de los bancos, lo que puede comprometer su solvencia. Además, ante la percepción de mayor riesgo, los bancos podrían restringir el crédito o elevar las tasas de interés, profundizando la situación de crisis.

¹ En este recuadro, cuando se mencione a la dolarización se estará refiriendo a la dolarización financiera doméstica. Es decir, aquella que comprende los contratos financieros entre residentes, como los depósitos y préstamos dentro del país.

² Para una discusión más detallada sobre las teorías de la dolarización, consultar Ize y Levy Yeyati (2006).

³ El riesgo de crédito cambiario se define como la posibilidad de que una contraparte no cumpla, en tiempo y forma, con sus obligaciones contractuales frente a una entidad financiera.



Riesgo de liquidez

La dolarización financiera expone a los sistemas financieros y a la economía en su conjunto a posibles crisis de liquidez. En el caso de una economía muy dolarizada, cuando los depósitos se encuentran solo parcialmente respaldados por activos líquidos en ME, podrían crearse vulnerabilidades en los bancos y amplificar el riesgo de una crisis sistémica de liquidez. El riesgo sistémico de liquidez podría materializarse cuando, ante un aumento en la percepción de riesgo bancario o a nivel país, la pérdida de confianza podría contagiarse hacia todo el sistema, impulsando a los depositantes a retirar masivamente sus fondos en dólares. Ante esta situación, los bancos pueden enfrentar dificultades para responder debido a la disponibilidad limitada de activos líquidos en ME.

A esta vulnerabilidad estructural se le suma una limitación institucional, las restricciones del banco central de pagar obligaciones en dólares, es decir actuar como prestamista de última instancia en ME. Esta restricción impide contener eficazmente episodios de tensión en el segmento dolarizado del sistema financiero, incluso cuando los bancos cumplen con los requisitos de liquidez establecidos por la regulación. En este contexto, el respaldo que el banco central puede ofrecer es creíble solo en moneda local, lo que reduce su capacidad de respuesta ante crisis que afecten directamente a los pasivos en dólares. Tal como señalan Ize y Levy Yeyati (2006), las vulnerabilidades pueden exacerbarse debido a la presencia de riesgo moral⁴, pues este riesgo se incrementa si los intermediarios suponen que el Banco Central o el Estado los respaldará, incluso cuando no exista capacidad real para hacerlo en ME, subestimando así el riesgo de liquidez si no enfrentan adecuadamente los costos asociados.

Efectividad en la transmisión de la política monetaria y transmisión de choques

En países donde una parte importante de la intermediación financiera se realiza en dólares, la efectividad de la transmisión de la política monetaria puede verse limitada. En estos casos, mientras que los préstamos en ME tenderían a expandirse en función a la disponibilidad de flujos de dólares y condiciones

financieras globales, los movimientos en la tasa de política monetaria local afectarían principalmente al costo del crédito en moneda nacional. Esta situación implica que un ajuste contractivo de la política monetaria, orientado a contener presiones inflacionarias, podría tener un alcance limitado si una parte sustancial del crédito se encuentra denominado en ME, cuyo costo estaría determinado por factores exógenos.

Por otro lado, una elevada dolarización financiera puede amplificar el “efecto *pass-through*”⁵ sobre la inflación. Reinhart et al. (2003) demuestran que las economías con un alto nivel de endeudamiento privado en dólares suelen experimentar una mayor transmisión de estos movimientos a los precios, lo que exacerba los efectos inflacionarios de choques que deprecian el tipo de cambio. Así, las fluctuaciones cambiarias pueden deteriorar la hoja de balance de las empresas endeudadas en dólares y con ingresos en moneda local, generando presiones adicionales sobre los costos y trasladándose finalmente a los precios al consumidor.

Evolución de la dolarización en Paraguay

En Paraguay, la estructura productiva agroexportadora impulsa naturalmente la concesión de créditos en dólares, ya que los principales sectores generadores de divisas—como la agricultura y la ganadería—prefieren endeudarse en la misma moneda de sus ingresos para mitigar el riesgo cambiario.

Desde mediados de los años 90, la dolarización financiera en Paraguay creció considerablemente en un contexto de incertidumbre económica generada por las crisis bancarias entre 1995 y 2002, así como por un entorno político y social complejo. Ante la fragilidad del sistema financiero, los depósitos en moneda nacional migraron progresivamente hacia el dólar, alcanzando un nivel por encima del 70% a inicios de 1999 (gráfico II.1).

Sin embargo, a partir de 2003, el ordenamiento macroeconómico y las condiciones externas favorables permitieron una rápida reducción del tipo de cambio y a su vez de la dolarización, que alcanzaba finalmente niveles estables por debajo del 50% alrededor del 2007.

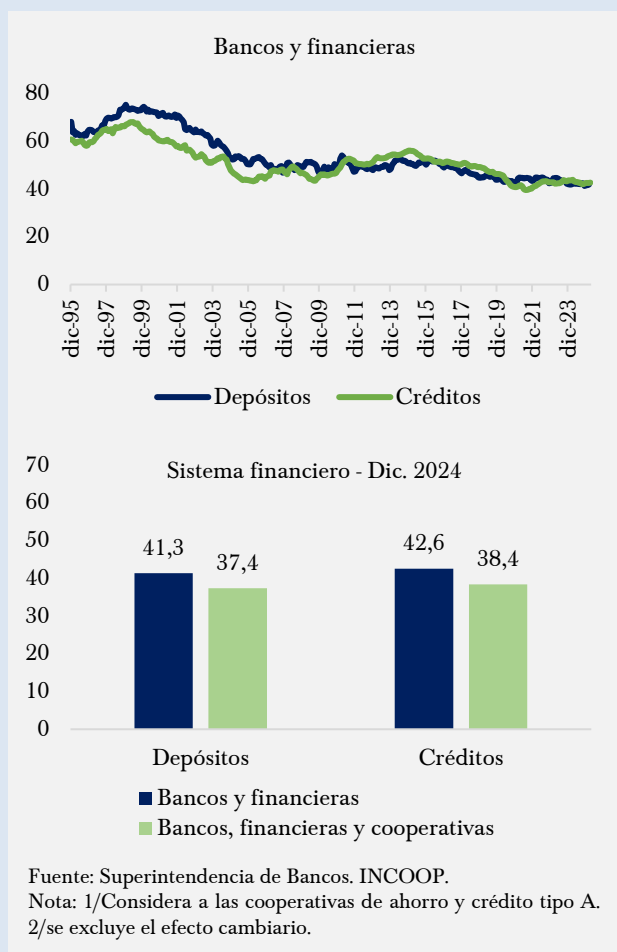
⁴ El riesgo moral se refiere a la situación en la que una parte asume riesgos excesivos porque no internaliza completamente las posibles consecuencias negativas de sus decisiones, al anticipar que será rescatada en caso de problemas.

⁵ Se denomina *pass-through* al efecto traspaso a los precios finales del consumidor que tienen las fluctuaciones en el tipo de cambio de la moneda local frente a una extranjera.



Luego de este periodo, la evolución de la dolarización estuvo marcada por choques derivados del sector externo. La crisis financiera internacional de 2007-08 generó tensiones en los mercados financieros internacionales y episodios de aversión al riesgo, no obstante, la solidez macroeconómica y la regulación prudencial del sistema financiero, en especial, la política monetaria basada en metas de inflación desde 2011, contribuyeron a evitar un repunte persistente de la dolarización en Paraguay.

Gráfico II.1
Dolarización financiera en Paraguay
 Participación, porcentaje



Más adelante, el fin del boom de precios de los *commodities* en 2015 impactó negativamente en los términos de intercambio y en los ingresos por exportaciones, ejerciendo cierta presión sobre el tipo de cambio, aunque sin revertir la tendencia general hacia una menor dolarización. Durante la pandemia del COVID-19, el contexto de elevada incertidumbre también generó presiones transitorias sobre el tipo de cambio; sin embargo, la estabilidad del sistema financiero y la respuesta coordinada de las autoridades, tanto fiscales como monetarias, ayudaron a preservar la confianza en la moneda local.

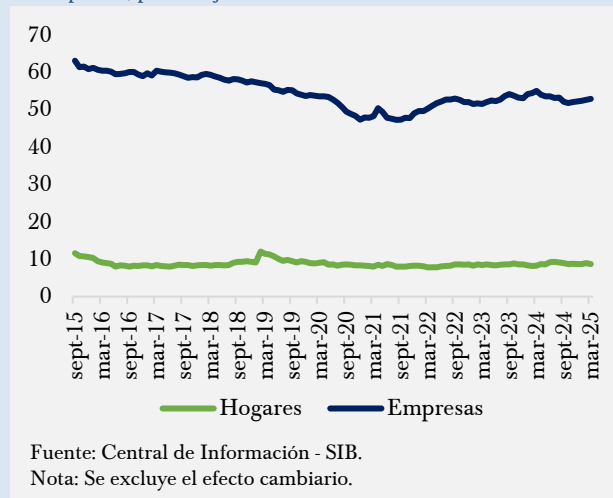
En el periodo más reciente, la dolarización de los depósitos en bancos y financieras fue del 41,3% a fines de 2024, lejos de los máximos de 1999, mientras que la dolarización de los créditos pasó del 68,1% en junio de 1999 al 42,6%.

Por otro lado, es importante resaltar el rol clave que desempeñan las cooperativas en el sistema financiero, ya que también reciben ahorros de sus socios y otorgan créditos en guaraníes y en dólares. Si se consideran bancos, financieras y cooperativas, a diciembre 2024, la dolarización de los depósitos se reduce de 41,3% a 37,4% y la de los créditos de 42,6% a 38,4%, evidenciando una menor dolarización del sistema financiero en su conjunto (gráfico II.1).

Dolarización de los créditos

Por el lado de los créditos, la dolarización de los hogares se mantiene en niveles acotados y relativamente estables, mientras que las empresas presentan una dolarización mayor, en torno al 50% (gráfico II.2).

Gráfico II.2
Dolarización de créditos por usuario
 Participación, porcentaje

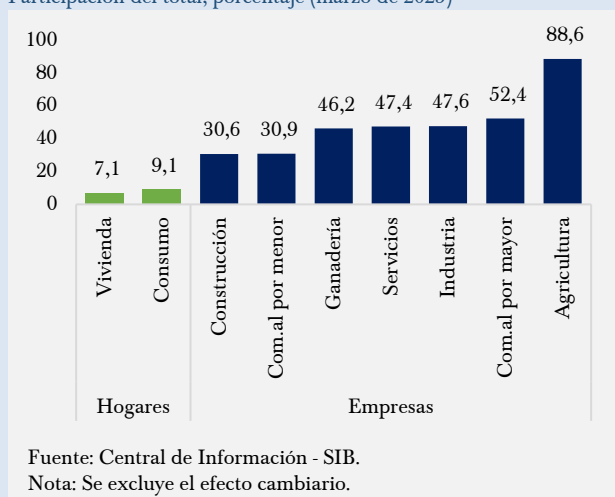


La dolarización de los créditos a las empresas podría reflejar una preferencia del sector productivo por financiarse en ME, probablemente por la naturaleza de su actividad, que permite generar ingresos en dólares. En contraste, la dolarización del crédito a los hogares ha sido baja y relativamente estable a lo largo del tiempo (8,7% a marzo 2025), lo que podría deberse tanto a prácticas prudenciales por parte de los bancos como a la menor capacidad de cobertura por parte de los hogares frente a fluctuaciones del tipo de cambio, desincentivando la demanda de créditos en dólares.

Gráfico II.3

Créditos por sectores en moneda extranjera

Participación del total, porcentaje (marzo de 2025)



Al desagregar la dolarización de los créditos por sectores, se confirma, en alguna medida, que la dolarización crediticia se concentra principalmente en actividades económicas con una fuerte vinculación al sector externo. En marzo de 2025, los sectores de agricultura y comercio al por mayor mostraron niveles de dolarización por encima del 50%, destacándose particularmente la agricultura, cuya proporción de créditos en dólares se encuentra cercana al 90% (gráfico II.3). Este grado de dolarización responde, en gran medida, a la naturaleza agroexportadora, dado que estos sectores generan ingresos generalmente en dólares y, por tanto, tienen una cobertura natural frente al riesgo cambiario.

Por otra parte, los créditos destinados a los hogares presentan una dolarización significativamente menor, donde el consumo presenta una fracción de 9,1% y vivienda, 7,1%, lo que refleja un comportamiento prudente por parte de estos agentes, dado que, la mayoría de estos, no cuentan con ingresos en dólares.

Dolarización de los depósitos

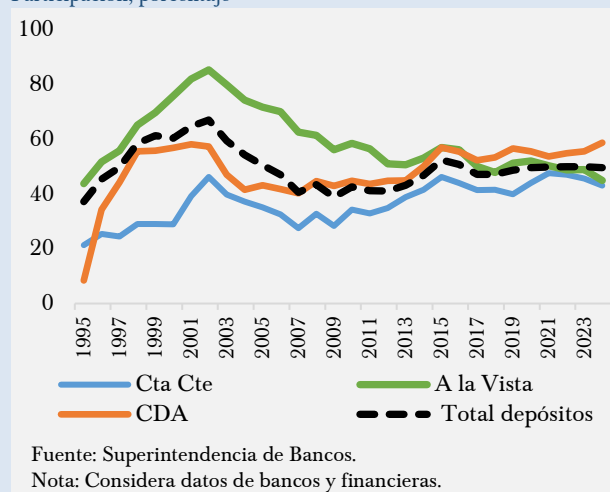
En cuanto a la dolarización de los depósitos, entendida como la proporción de obligaciones de los bancos denominadas en ME, se observa un cambio en la composición de los tipos de depósitos. Analizando por tipo de producto, a finales de los años noventa e inicios de los 2000, se observó un marcado aumento en la dolarización, especialmente en los Certificados de Depósito de Ahorro (CDA) y en las cuentas a la vista, que superaron el 85% de dolarización en su punto máximo (gráfico II.4). Este comportamiento reflejaba una preferencia por activos en dólares en un contexto

de mayor incertidumbre económica, como ya fue mencionado.

Gráfico II.4

Dolarización de depósitos por tipo de producto

Participación, porcentaje



A partir de 2003, se registró una tendencia descendente en la dolarización, estabilizándose en niveles relativamente más bajos hacia inicios del año 2010. Asimismo, se observan cambios importantes en la preferencia por ME según el tipo de producto: en el caso de depósitos en cuenta corriente, la dolarización se situó por debajo del 40%, en promedio, durante el periodo 2003-2024. Por su parte, los depósitos a la vista se muestran estables en torno al 50% desde el año 2012 (gráfico II.4). A mayor plazo, los depósitos en forma de CDA presentan niveles de dolarización superiores al promedio del sistema desde el año 2008.

Medidas macroprudenciales aplicadas en la región para fomentar la desdolarización

Perú

A inicios del año 2000, el sistema financiero peruano se caracterizaba por mostrar un alto nivel de depósitos y créditos en ME. Es así como el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha venido implementando un conjunto de medidas orientadas a reducir la dolarización financiera.

Una de las principales herramientas ha sido el encaje legal diferenciado por tipo de moneda. En el contexto de la crisis financiera internacional de 2007-2008, se elevó gradualmente el encaje marginal en ME hasta alcanzar el 49% en agosto de 2008. Posteriormente, con la mejora del entorno internacional, este encaje fue reducido a 30% en el 2009. En 2010, se volvió a



incrementar, estableciéndose en 55% para ME y 25% para MN. En años posteriores, el BCRP siguió utilizando esta herramienta de forma activa: ante un episodio de salida de capitales y caída de precios de *commodities* (2015), tras el impacto del fenómeno El Niño (2017), y durante la pandemia del COVID-19 (2020). Actualmente las tasas se encuentran establecidas en 35% para los depósitos en ME y 5% en MN.

Además, desde octubre de 2013, el BCRP estableció un encaje adicional específico sobre los depósitos de acuerdo con la evolución del crédito en ME para acelerar la desdolarización del crédito. Este se activaba cuando el saldo promedio diario de créditos en dólares (excluyendo comercio exterior) supera en más del 5% el nivel del mes anterior. En la actualidad este encaje sigue vigente, con ajustes: se aplica un encaje adicional a entidades cuyo crédito en ME supere los US\$ 200 millones (a junio de 2023).

Con el objetivo de reducir el riesgo cambiario crediticio de los bancos, se aplicaron varias medidas tendientes a desincentivar el otorgamiento de créditos a agentes no generadores de ingresos. Desde marzo de 2013, se introdujo un encaje adicional para créditos hipotecarios y vehiculares en ME. Como resultado, la dolarización de los créditos hipotecarios se redujo significativamente a finales del año de aplicación, y se establecieron los incentivos para el otorgamiento de créditos en MN a los hogares. Además, se implementaron requerimientos de capital diferenciados según el tipo de moneda y nivel de riesgo del crédito hipotecario. Por ejemplo, para préstamos con tasa fija, si el ratio préstamo-valor (*Loan to value - LTV* en inglés) en MN supera el 90% o en ME supera el 80%, se exige un mayor capital a los bancos, reforzando su solvencia ante riesgos cambiarios.

En la misma línea, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones - AFP (SBS) introdujo un mayor requerimiento de capital por exposición al riesgo cambiario crediticio. A partir de noviembre de 2012, se aumentó progresivamente la ponderación de riesgo de los créditos en ME otorgados a deudores con ingresos en MN, pasando de 102,5% en 2012 a 108% en 2015. Esta medida, junto con los cambios en los encajes, generó un efecto sustitución hacia créditos en MN: en 2013, estos crecieron 24,8%, mientras que los créditos en ME solo aumentaron 1,5%, reduciéndose la dolarización del crédito total del 49% al 45% en el mismo periodo. Actualmente, la dolarización crediticia en Perú se ubica por debajo del 30%.

En cuanto al descalce de monedas de los bancos, desde el 2012, se establecieron límites globales más estrictos en el Perú. Estos se encontraban limitados hasta el 10% del Patrimonio Efectivo (PE) para la posición pasiva y 50% para la posición activa. Actualmente, tanto la posición activa como pasiva se encuentran limitadas hasta el 10% del PE. Por el lado de los derivados, la posición neta, tanto activa como pasiva, no puede ser mayor al 80% del PE o 1500 millones de soles, el que resulte mayor.

Uruguay

El Banco Central de Uruguay (BCU) también ha implementado medidas macroprudenciales para promover la desdolarización financiera, aunque con resultados limitados. Una de las principales herramientas ha sido el encaje legal diferenciado por tipo de moneda y por plazo.

En el 2008, se endurecieron los encajes para depósitos en ME de instituciones financieras extranjeras, alcanzando un máximo de 35%, aunque esta exigencia se redujo progresivamente hasta un 18% en el 2011. Desde el 2016, el esquema de encaje se diferencia por plazos, en MN, el encaje varía entre 1% y 15%, mientras que en ME se exige un 28% para depósitos a la vista y hasta 180 días, y un 20% para plazos mayores. Para obligaciones con no residentes, el encaje permanece en 28% sin importar el vencimiento.

A diferencia de muchos países, donde los fondos o seguros de garantía de depósitos cubren los depósitos en la misma proporción, Uruguay adoptó un sistema dual que distingue entre depósitos en moneda local y extranjera. En este marco, se establecieron medidas complementarias dirigidas tanto a los depositantes como a las instituciones financieras. Para los primeros, la cobertura del seguro de depósitos en moneda nacional fue considerablemente mayor que la ofrecida para depósitos en ME, con el objetivo de fomentar un uso más extendido del peso uruguayo. En cuanto a los bancos, sus aportes al fondo de garantía se dividen en un componente fijo y otro variable: la parte fija es más alta para los depósitos en ME, mientras que la variable se incrementa según el riesgo asociado al descalce cambiario.

Adicionalmente, el BCU establece límites al descalce de monedas y derivados para el sistema financiero. Aun así, la dolarización de depósitos se mantiene alrededor



del 71%, mientras que la de los créditos ha disminuido en los últimos años, situándose en torno al 51%.

Paraguay

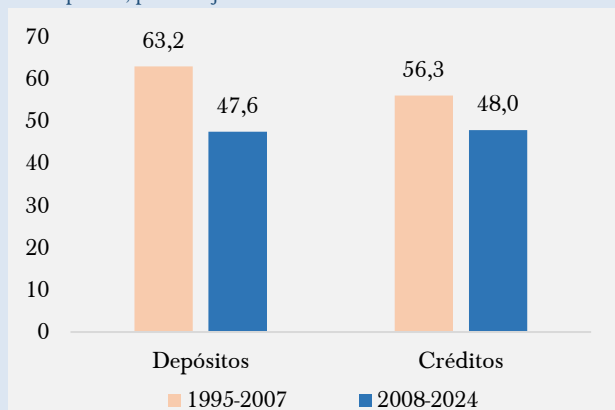
El BCP ha desarrollado desde 1973⁶ una política de encaje legal diferenciado por tipo de moneda, que probablemente ha tenido un rol importante en atenuar la dolarización financiera según el contexto económico y la tasa de encaje establecida. Adicionalmente, como se detalla en el recuadro I de este informe, en Paraguay se establecen límites a la posición neta global de las entidades financieras y límites a las operaciones de derivados, distinguiendo entre residentes y no residentes.

El entorno macroeconómico estable y la aplicación de políticas regulatorias han colaborado con la reducción de la dolarización financiera (gráfico II.5). En particular, la dolarización de los depósitos cayó de 63,2% (promedio 1995–2007) a 47,6% en el período 2008–2024, mientras que la de los créditos se redujo de 56,3% a 48,0% en el mismo intervalo.

Gráfico II.5

Dolarización financiera antes y después del 2007

Participación, porcentaje



Fuente: BCP.

Nota: 1/Corresponde a los depósitos del sector privado en bancos y financieras.

Referencias bibliográficas

Acosta Ormaeche, S., & Coble Fernandez, D. O. (2011). The Monetary Transmission in Dollarized and Non-Dollarized

Economies: *The Cases of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay*. International Monetary Fund Working Paper No. 2011/087.

Bennett, A., Borensztein, E., & Baliño, T. J. T. (1999). *Monetary Policy in Dollarized Economies*. USA: International Monetary Fund.

Cantero, J. (2018). *Historia del sistema bancario de Paraguay*. Sistema financiero paraguayo: Construyendo sobre sólidos fundamentos (pp. 10–38). Banco Central del Paraguay. Asunción, Paraguay.

Choy, M., & Chang, G. (2014). *Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú* (Working Paper No. 2014-007). Banco Central de Reserva del Perú.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2000). *Principios para la gestión del riesgo de crédito*. Banco de Pagos Internacionales.

Güenaga, L. M. (2017). Efectos de la dolarización parcial sobre la política monetaria en un modelo semi estructural de proyecciones macroeconómicas para el Uruguay. Documento de Trabajo No. 12/17, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República, Montevideo.

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. (2023). Drivers of Financial Dollarization and the Role of Prudential Policies. *IMF Staff Country Reports*, 2023(179), A002.

Ize, A., & Levy Yeyati, E. (2006). Desdolarización financiera: ¿Es posible?. *Dolarización financiera: La agenda de política* (pp. 45–71). Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Reserva del Perú.

Levy Yeyati, E. (2021). Dolarización y desdolarización financiera en el nuevo milenio. Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2003). Addicted to dollars. NBER Working Paper No. 10015.

Vargas, M., & Sanchez, J. (2023). Taming Financial Dollarization: Determinants and Effective Policies – The Case of Uruguay. *IMF Working Papers*, 2023(244), A001.

⁶ Memoria BCP 1973.