

Recuadro I: Dolarización financiera en Paraguay

Generalidades

La dolarización de una economía podría clasificarse de distintas maneras. Por un lado, se podría hablar de una dolarización oficial o parcial. La oficial ocurre cuando el dólar es adoptado como la moneda de curso legal predominante o exclusiva. La parcial se refiere a una situación en la cual la moneda local sigue siendo la moneda de curso legal, pero al mismo tiempo son permitidas las transacciones financieras y de pagos denominadas en dólares. Por otro lado, se podría también clasificar en dolarización de pagos (utilización del dólar para transacciones), dolarización financiera (cuando los agentes locales mantienen sus activos o pasivos en dólares) y dolarización real (cuando existe una indexación al dólar de los precios locales o de los salarios).

La dolarización financiera ha sido una característica resaltante de América Latina, que ha ubicado a la región entre las más dolarizadas del mundo. Generalmente, la dolarización financiera se incrementa tras episodios de crisis económicas o elevadas tasas de inflación, que aumenta la preferencia de los agentes económicos por el dólar, tanto de ahorradores como de prestamistas, para minimizar los riesgos de una pérdida del poder adquisitivo. No obstante, se ha observado en algunos países, que incluso después de que la economía se haya estabilizado, la dolarización se ha mantenido en niveles elevados.

Por otro lado, este tipo de dolarización, en la medida que exista un descalce de moneda en la “hoja de balance” de los agentes económicos, implica una mayor exposición a los riesgos de tipo de cambio, que podría ser una fuente potencial de inestabilidad macroeconómica y financiera. Al mismo tiempo, se ha prestado mucha atención a la dolarización financiera por los efectos que podría tener sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En ese contexto, el objetivo de este recuadro es analizar la evolución de la dolarización financiera en Paraguay en el periodo comprendido entre 1995 y 2016.

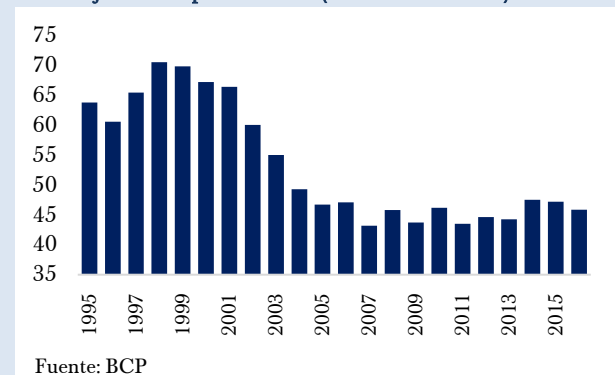
Dolarización de depósitos

Desde mediados de la década de los noventa, la dolarización financiera (definida como depósitos en dólares sobre depósitos totales) aumentó significativamente en Paraguay en un contexto de incertidumbre económica, asociada fundamentalmente a las crisis bancarias que se iniciaron en el año 1995. En el momento más álgido de la crisis, la dolarización superó el 70%. Recién a partir de los años 2002-2003 se registró una reducción, a medida que las condiciones económicas y financieras del país fueron mejorando. A partir del 2005, el ratio se mantuvo relativamente estable en torno a un promedio de 45% (gráfico I).

Gráfico I

Depósitos en dólares

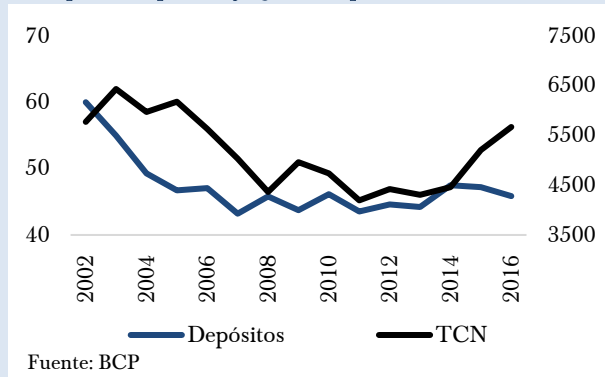
Porcentaje de los depósitos totales (sin efecto cambiario)



Los mejores resultados macroeconómicos en términos de estabilidad monetaria y crecimiento económico, sumado al eficiente desempeño del sistema financiero, pudieron haber contribuido, en parte, a la reducción de la dolarización de los depósitos. Adicionalmente, de acuerdo a García-Escribano, M., y Sosa, S. (2011), otro factor relevante pudo haber sido la apreciación del guaraní en los últimos años. No obstante, en los últimos dos años, a pesar de la depreciación de la moneda local, la dolarización se ha mantenido relativamente estable (gráfico II).

Gráfico II

Dolarización y tipo de cambio nominal
Participación en porcentaje; guaraníes por dólar

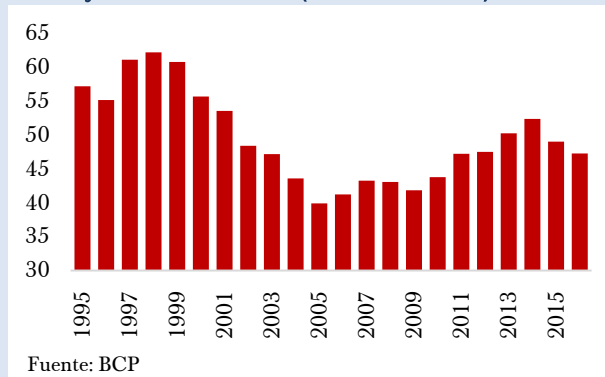


Dolarización de créditos y cobertura natural del riesgo cambiario

Por su parte, el ratio de los créditos en dólares (respecto a los créditos totales) también se incrementó desde mediados de los noventa alcanzando 62% en 1999. A partir de allí fue reduciéndose hasta un mínimo de 40% en el año 2005. No obstante, posteriormente se ha vuelto a incrementar, ubicándose en 52% en el año 2014, mientras que al cierre del 2016 se situó en 47% (gráfico III).

Gráfico III

Créditos en dólares
Porcentaje de los créditos totales (sin efecto cambiario)



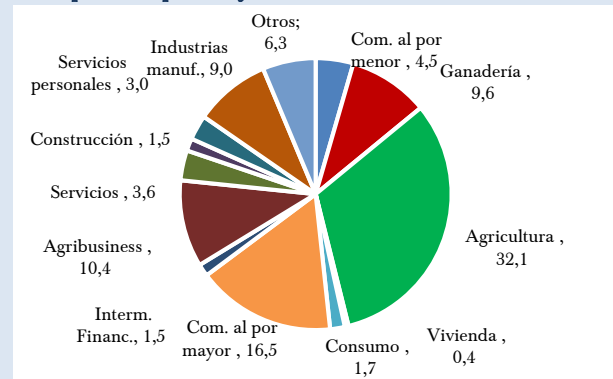
En Paraguay, los riesgos que pudieran derivarse de la dolarización de los créditos están atenuados, teniendo en cuenta la estructura productiva de la economía paraguaya, la cual está orientada en gran medida a la exportación, principalmente de productos agropecuarios (soja y derivados, cereales, carne, entre

otros). En el 2016, las exportaciones totales se ubicaron en torno al 40% del PIB.

Justamente, los sectores más vinculados a la exportación son los principales demandantes de los créditos en dólares, generándose de esta manera una especie de “cobertura natural” ante los riesgos de tipo de cambio, dado que sus ingresos y sus obligaciones se encuentran en la misma moneda. Del total (créditos en dólares), los préstamos a la agricultura representan cerca del 32%, los agro-negocios 10,4%, la ganadería 9,6%, entre otros (gráfico IV).

Gráfico IV

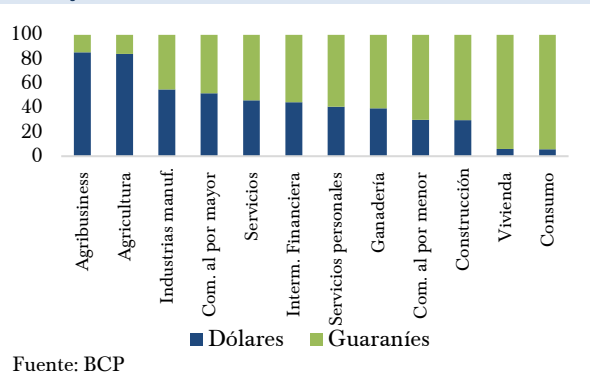
Créditos en dólares por sector económico
Participación en porcentaje



En este contexto, es relevante también mencionar que en Paraguay, del total de créditos en dólares, el 91,7% es otorgado a agentes generadores de ingresos en la misma moneda.

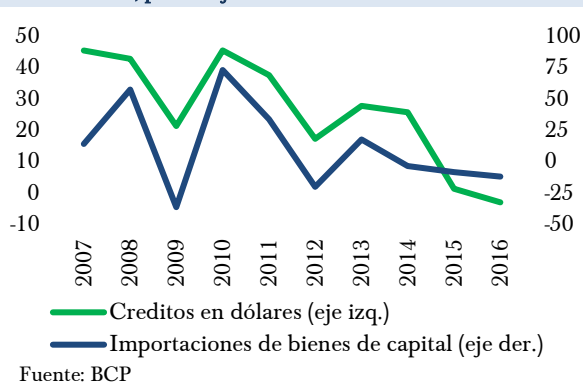
Por otro lado, del total de créditos concedidos al sector agrícola (moneda nacional más moneda extranjera), en torno al 84% es otorgado en dólares, de los cuales solo el 13% va destinado a agentes no generadores de ingresos en dólares (gráfico V).

Gráfico V
Créditos por moneda y sector económico
Porcentaje



Como se ha indicado, a partir del 2005 la dolarización de los créditos se ha incrementado, aunque sigue ubicándose muy por debajo de los niveles observados en el periodo de las crisis financieras. Este aumento podría explicarse, en parte, por el importante incremento de los precios de los *commodities*, que impulsó la producción agrícola (principalmente la soja) y en consecuencia incrementó la demanda de créditos en dólares a un mayor ritmo que los denominados en moneda local. No obstante, con el fin del “*superciclo de los commodities*” se redujeron las inversiones en el sector y, por ende, también los créditos (gráfico VI).

Gráfico VI
Créditos en dólares e importaciones de bienes de capital
Variación anual, porcentaje



Dolarización y política monetaria

La literatura señala algunas limitaciones sobre la efectividad de la política monetaria del Banco Central en economías con dolarización financiera. Entre estas se encuentran la menor independencia en el control de las tasas de interés en dólares que podría afectar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y

la limitación en la función de prestamista de última instancia para proveer liquidez en una moneda extranjera.

Por su parte, Reinhart, C., Rogoff, K. y Savastano, M. (2003) en una muestra de economías en desarrollo mostraron que la inflación promedio ha sido más alta y volátil en países con un grado importante de dolarización respecto de aquellos con niveles moderados de dolarización. Sin embargo, no encontraron evidencia de que fuera más costoso reducir la inflación o que el mecanismo de transmisión sea alterado o más complejo debido a la dolarización.

Armas, A. y Grippa, F. (2006) analizaron la experiencia de Perú como una economía dolarizada con esquema de metas de inflación. Al respecto, señalaron que a pesar de la alta dolarización de la economía peruana han logrado mantener una inflación baja y estable consistente con la meta desde la adopción del régimen, además de una mayor transparencia y predictibilidad de la política monetaria.

De manera similar a la economía peruana, Paraguay ha adoptado en el año 2011 el esquema de metas de inflación para la conducción de la política monetaria. La experiencia de Paraguay como economía dolarizada con metas de inflación es todavía reciente. No obstante, desde su implementación, la inflación y su volatilidad se han reducido, al tiempo que las expectativas se mantuvieron en línea con la meta. Si bien los resultados en términos de inflación han sido satisfactorios, el BCP, a fin de disminuir los riesgos derivados de la dolarización y fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, ha estado implementando políticas prudenciales como el encaje legal diferenciado por monedas para desincentivar la dolarización financiera y los límites a la posición en moneda extranjera para reducir los riesgos cambiarios del balance de las entidades del sistema financiero.

Referencias

Armas, A. y Grippa, F. (2006). *Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú*.
García-Escribano, M., y Sosa, S. (2011). *What is Driving Financial De-dollarization in Latin America?*
Reinhart, C., Rogoff, K. y Savastano, M. (2003). *Addicted to dollars*.

