

EL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA EN AMÉRICA LATINA Y EUROPA EMERGENTE. FACTORES DETERMINANTES Y DIFERENCIALES

Este artículo ha sido elaborado por Fernando López Vicente y Luis Molina, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

En numerosas ocasiones, las economías emergentes utilizan o han utilizado una moneda extranjera como unidad de cuenta, como depósito de valor o como medio de pago. Es un fenómeno que, en términos generales, se denomina «dolarización», ya que comenzó a analizarse como tal en relación con el uso del dólar por parte de determinadas economías latinoamericanas, en las décadas de los ochenta y noventa. No obstante, dependiendo de su posición geográfica, en algunos países la moneda utilizada ha sido otra, como el marco alemán o, posteriormente, el euro. Los procesos de dolarización en las economías emergentes se producen, generalmente, como consecuencia de la inestabilidad macroeconómica, inducida, entre otros factores, por inflaciones elevadas, amplios diferenciales de tipos de interés o una escasa credibilidad de las políticas económicas. Tal fue el caso —ya mencionado— de algunas economías de América Latina en el pasado o de Europa del Este en las primeras fases de su transición hacia una economía de mercado.

Aunque la dolarización puede promover la estabilidad macroeconómica, al reducir el riesgo de fuga de capitales y favorecer el anclaje de las expectativas de inflación, también supone una pérdida de autonomía monetaria y una fuente de posibles vulnerabilidades. Este es el caso cuando los agentes económicos acaban teniendo desajustes o descalces de monedas en sus balances, especialmente los hogares y las empresas no financieras que tienen pasivos (préstamos) denominados en moneda extranjera, mientras que sus ingresos y activos están denominados en moneda local. Estas situaciones generan graves riesgos de impago y acrecientan el riesgo de crédito a escala sistémica ante eventuales devaluaciones. Además, la experiencia demuestra que la dolarización es un proceso persistente que, de no ser afrontado, puede perpetuarse. Por ello, para llevar a cabo políticas de desdolarización eficaces, es necesario conocer sus determinantes —y, en particular, si han sido factores de oferta o de demanda los que la han generado—, ya que de su naturaleza depende la adecuación de dichas políticas.

Este artículo se centra en un tipo concreto de dolarización financiera, la del crédito bancario al sector privado. La literatura teórica y empírica ha identificado las principales variables que determinan la dolarización del crédito en las economías emergentes: en concreto, los diferenciales de tipos de interés (entre el coste de financiación en moneda local y extranjera en el mercado interno), la tasa de inflación, la depreciación cambiaria, la volatilidad de estas dos últimas variables y el grado de dolarización de los depósitos o de las fuentes de financiación de la banca en general. Sin embargo, los resultados empíricos no son concluyentes y dependen, en parte, del período muestral elegido, de los países analizados o, incluso, de las técnicas de estimación utilizadas.

Este trabajo profundiza en el análisis de las causas de la dolarización de los préstamos bancarios al sector privado no financiero en América Latina y en los países del centro y este de Europa (CESEE), prestando especial atención a si dichos determinantes respon-

¹ Este artículo está basado en un trabajo conjunto de los mismos autores con M. Hake (Oesterreichische Nationalbank), publicado como documento de trabajo del Banco de España n.º 1406 (2014), *Do the drivers of loan dollarisation differ between CESEE and Latin America? A meta-analysis*: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/14/Fich/dt1406e.pdf>.

den a factores de oferta o de demanda. Además, analiza las posibles diferencias entre los procesos de dolarización de ambas regiones. Esto permite evaluar en qué medida la dolarización de las economías emergentes responde a causas comunes o, por el contrario, está determinada por factores idiosincrásicos. Por otro lado, dado que el fenómeno de la dolarización se extendió con anterioridad en América Latina, la experiencia de esta región en la forma de afrontar la dolarización y sus consecuencias puede aportar lecciones de política económica para los países CESEE.

El enfoque empírico utilizado es el método econométrico conocido como «metaanálisis», que permite extraer conclusiones estadísticas del acervo de literatura empírica y que consiste, básicamente, en un resumen econométricamente consistente de los resultados de las regresiones del conjunto de estudios empíricos disponible. De esta forma se obtiene una estimación sintética de los factores que determinan la dolarización, que, según los defensores de este enfoque, permite superar las limitaciones de las estimaciones individuales que se realizan bajo condiciones y supuestos específicos, y que tienden a sesgar los resultados [Stanley y Jarrel (1989)].

Dolarización financiera en América Latina y CESEE²: hechos estilizados

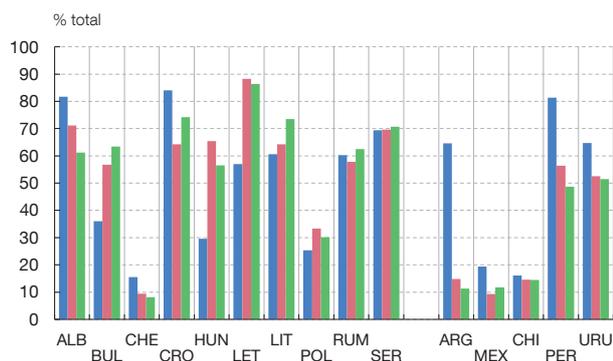
Aunque algunos países en ambas regiones han reducido de forma exitosa sus niveles de dolarización financiera (como Brasil, Chile o Polonia), esta tiende a ser un fenómeno persistente. Hoy sigue siendo muy relevante, especialmente en los países de Europa emergente. En todo caso, se observan diferencias entre ambas regiones.

En primer lugar, el grado de dolarización, tanto de los activos como de los pasivos bancarios del sector no financiero, es mayor en CESEE que en América Latina (véanse paneles 1.1 y 1.2 del gráfico 1). En media, en la primera región, el 60 % de los préstamos y el 40 % de los depósitos bancarios estaban denominados en moneda extranjera en el año 2012, frente al 20 % y al 23 %, respectivamente, en América Latina. Ahora bien, el grado de dolarización en algunos países latinoamericanos fue muy elevado en el pasado; por ejemplo, en 2001 en torno al 50 % de los préstamos y depósitos bancarios de la región estaban denominados en dólares. Ello indujo políticas de desdolarización en muchos países. En algunos, como Argentina, se impuso de forma oficial y obligatoria; en otros, como México, Chile o Colombia, se impulsó con otro tipo de medidas, aprovechando la situación macroeconómica más estable en estos países. Por el contrario, la dolarización en CESEE —dominada por el euro y, en algunos países, por el franco suizo— ha aumentado ininterrumpidamente durante la última década, impulsada también por la perspectiva de acceso a la UE y a la moneda única. Desde la crisis de 2008, la dolarización en la región ha avanzado, en media, en torno a 13 puntos porcentuales (pp), debido tanto a la depreciación cambiaria (Hungría) como al rebrote de la inestabilidad económica.

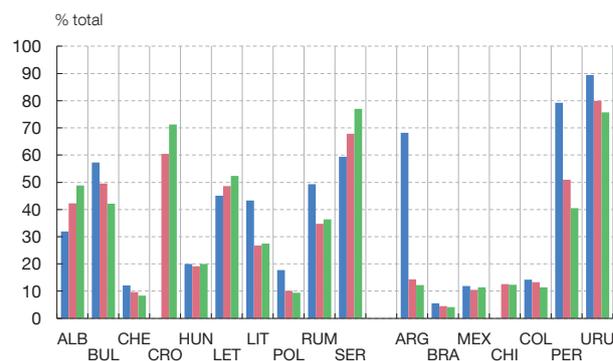
Hay que hacer notar que esta heterogeneidad en el grado de dolarización entre América Latina y CESEE también se observa dentro de cada región. Por ejemplo, con datos del año 2012, en América Latina la ratio de dolarización del crédito bancario se mueve entre el 50 % en Perú y el 11 % en México y Argentina; en CESEE, esta ratio varía entre el 10 % en la República Checa y el 90 % en Letonia. Por el lado de los depósitos, la mayoría de los países CESEE tienen ratios de entre el 60 % y el 75 %, con la excepción de la República Checa (30 %); mientras que en América Latina están por debajo del 15 % en cinco de los siete países analizados, y solo Perú y Uruguay muestran ratios cercanas al 50 %.

2 CESEE incluye los países de Europa del Este miembros de la UE que no habían adoptado el euro en 2012, y los países candidatos a la UE. Dicho grupo incluye, por tanto, a Bulgaria, República Checa, Albania, Croacia, Hungría, Lituania, Letonia, Polonia, Rumanía y Serbia. América Latina incluye Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Uruguay.

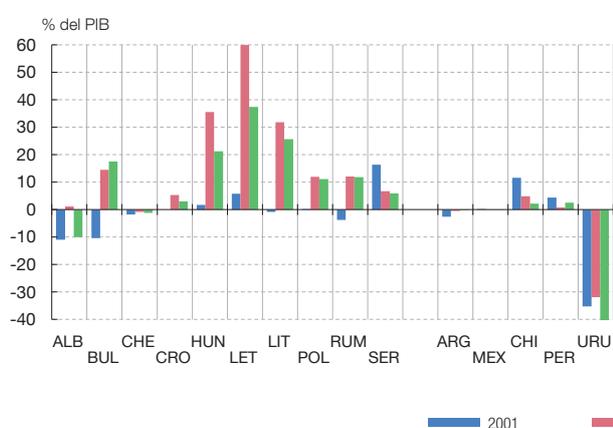
1.1 PRÉSTAMOS EN MONEDA EXTRANJERA AL SECTOR PRIVADO



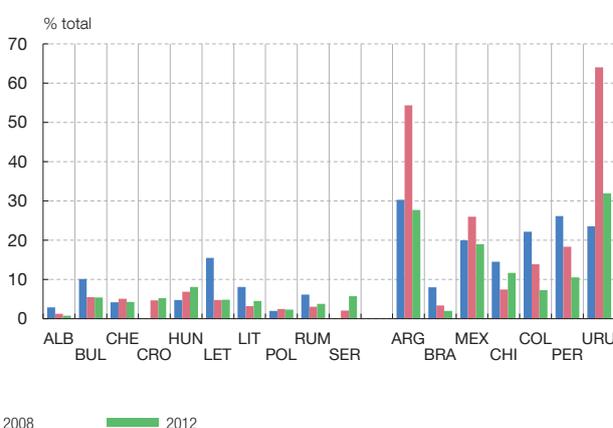
1.2 DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA



1.3 DESCALCE DE MONEDAS EN EL SECTOR BANCARIO (a)



1.4 DEPÓSITOS OFF SHORE EN MONEDA EXTRANJERA



■ 2001 ■ 2008 ■ 2012

FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Diferencia entre los préstamos en moneda extranjera y los depósitos en moneda extranjera, en porcentaje del PIB.

Otra diferencia entre ambas regiones surge cuando se analiza el descalce de moneda (*currency mismatch*) del sistema bancario (véase panel 1.3 del gráfico 1), es decir, la diferencia entre el volumen de préstamos y el de depósitos bancarios en moneda extranjera del sector privado no financiero en porcentaje del PIB. En general, los bancos de los países CESEE están más dolarizados por el lado de los activos (préstamos) que por el de los pasivos (depósitos). En concreto, el descalce medio de la región ha crecido de forma continuada desde el 1 % del PIB en el año 2000 hasta el 15 % en 2008, debido al extraordinario incremento de los préstamos en moneda extranjera, aunque parece haber disminuido recientemente. Tan solo Albania y la República Checa mantenían un *mismatch* negativo, es decir, los depósitos en moneda extranjera eran superiores a los préstamos en dicha moneda, en términos del PIB. Por el contrario, en América Latina la relación entre préstamos y depósitos en moneda extranjera es cercana a uno, por lo que no existen descalces significativos. Uruguay es un caso atípico en este sentido, con un descalce negativo cercano al 40 % del PIB, que viene explicado por la absorción de una elevada cantidad de depósitos de Argentina, tras la crisis de 2001.

Existen otras formas de dolarización menos estudiadas y que no suelen ser incluidas en los estudios empíricos sobre dolarización, por la escasez de datos disponibles, como las

tenencias exteriores de depósitos en moneda extranjera (depósitos *off shore*) y las emisiones de deuda en mercados internacionales, también en moneda extranjera. Aunque estas formas de dolarización reflejan deficiencias en los mercados de capitales y sistemas bancarios nacionales, presentan riesgos sistémicos distintos a los de la dolarización interna, y en algún caso, como la deuda exterior, menores, ya que el riesgo de crédito se transfiere a las instituciones extranjeras. A pesar de ello, en momentos puntuales pueden adquirir cierta relevancia y, además, presentan diferencias significativas entre las regiones de América Latina y CESEE. En cuanto a los depósitos exteriores en moneda extranjera, estos representan una fracción mínima de los depósitos totales —en ningún caso superior al 10 %— en los países de Europa emergente, proporción que ha disminuido en el período de análisis. Por el contrario, en América Latina estos depósitos son más relevantes y, en países como México y Argentina, pueden superar el 20 % del total de depósitos (véase panel 1.4 del gráfico 1). Por su parte, las emisiones de deuda en moneda extranjera en mercados internacionales han crecido de forma exponencial en ambas regiones desde 2008, en parte por la orientación de las políticas monetarias en los países desarrollados, caracterizadas por inyecciones de liquidez extraordinarias, y que han propiciado una reducción de los costes de financiación en los mercados internacionales en relación con los préstamos en moneda extranjera en los mercados internos. Aunque la importancia relativa de esta fuente de financiación en el balance de las empresas es todavía reducida en ambas regiones —en torno al 2 % del PIB y al 5 % del total de crédito bancario—, su rápido crecimiento durante los últimos años supone un riesgo de crédito adicional, en caso de fuertes depreciaciones del tipo de cambio.

Revisión de la literatura sobre los determinantes de la dolarización del crédito

El hecho de que la dolarización fuera un fenómeno extendido en América Latina durante los años ochenta y noventa provocó que gran parte de los primeros estudios estuvieran centrados en dicha región. Aunque recientemente el foco de atención se ha vuelto hacia los países CESEE —con un número creciente de estudios basados en microencuestas—, tradicionalmente los estudios empíricos utilizaban información agregada y, por lo tanto, analizaban el impacto de factores macroeconómicos sobre el nivel de dolarización. En concreto, la literatura señala como variables fundamentales las siguientes: el diferencial de tipos de interés (la diferencia del precio de préstamo interno entre monedas local y extranjera), la variación del tipo de cambio y su volatilidad, la inflación y su volatilidad, y el nivel de financiación en moneda extranjera de la banca. Además, los diferentes estudios incluyen como determinantes específicos factores institucionales, la apertura exterior, la profundización financiera o los regímenes de tipo de cambio³.

La mayoría de estos determinantes pueden tener efectos ambiguos sobre la dolarización del crédito, puesto que afectan de modo opuesto a la oferta y a la demanda de crédito en moneda extranjera. El cuadro 1 muestra un resumen de cómo cada variable explicativa identificada afecta a la oferta o a la demanda de este tipo de créditos.

Un factor que solo opera sobre la oferta son los depósitos en moneda extranjera. Es bien conocido que la cobertura de las posiciones en moneda extranjera desempeña un papel relevante en la elección de la moneda de denominación de los préstamos por parte de los prestamistas y, por lo tanto, el grado de dolarización de los depósitos debería exhibir una influencia positiva sobre la dolarización crediticia. Por otro lado, esta cobertura puede reforzarse a través de una regulación bancaria estricta sobre posiciones netas en moneda extranjera existente en algunos países. De este modo, cabe esperar que, cuanto mayor

3 Véanse, por ejemplo, Barajas y Morales (2003), Fidrmuc *et al.* (2013), Galindo y Leiderman (2005) o Rosenberg y Tirpák (2009).

	Predominio de efectos de demanda (prestataria)	Predominio de efectos de oferta (prestamista)	Signo esperado
Depósitos en moneda extranjera (fuentes de financiación)	---	Cobertura de financiación en moneda extranjera: (+)	(+)
Diferencial de tipos de interés entre moneda local y moneda extranjera (precio relativo del préstamo en moneda extranjera)	Abaratamiento relativo de préstamos en moneda extranjera: (+)	Préstamos en moneda extranjera menos rentables: (-)	(+) / (-)
Depreciación del tipo de cambio (riesgo de impago de créditos no cubiertos)	Encarecimiento relativo de préstamos en moneda extranjera: (-)	Aumento del riesgo de impago del prestatario: (-)	(-)
Volatilidad cambiaria (riesgo de tipo de cambio)	Tomar préstamos en moneda nacional reduciría el riesgo cambiario: (-)	Traspasar riesgo cambiario al cliente (cobertura de depósitos moneda extranjera): (+)	(+) / (-)
Inflación (estabilidad macroeconómica)	La inestabilidad incentiva los préstamos en moneda extranjera: (+)	La inestabilidad incentiva los préstamos en moneda extranjera: (+)	(+)
Volatilidad de la inflación (estabilidad macroeconómica – riesgo de tipo de interés)	Préstamos en moneda extranjera más estables (ligado a volatilidad cambiaria): (+)	Préstamos en moneda extranjera más estables (ligado a volatilidad cambiaria): (+)	(+)

FUENTE: Banco de España.

sea la proporción de depósitos en moneda extranjera, mayor sea la proporción de créditos en moneda extranjera, esto es, la oferta de este tipo de préstamos. Para América Latina, diferentes estudios encuentran una correlación positiva elevada entre los depósitos y los préstamos en moneda extranjera, mientras que en el caso de los países CESEE esa correlación es menor.

El diferencial de tipo de interés entre moneda nacional y extranjera —el precio relativo de los préstamos en moneda extranjera— es una variable fundamental, que refleja el grado de estabilidad macroeconómica. Su efecto sobre la dolarización es ambiguo. Por un lado, un aumento del diferencial implica un abaratamiento relativo de los préstamos en moneda extranjera, que aumentaría su demanda (efecto positivo). Ahora bien, a mayor diferencial, mayor es el incentivo de los prestamistas a ofrecer créditos en moneda local (efecto negativo). Por lo tanto, el efecto final dependerá de qué factor —de demanda o de oferta— sea el dominante. La compensación entre el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de tipo de interés explica el impacto positivo del diferencial de tipos de interés en la mayoría de los estudios sobre dolarización del crédito en América Latina. En el caso de CESEE, la evidencia es menos concluyente. Mientras que algunos autores encuentran una relación positiva y robusta entre ambas variables (de forma que los factores de demanda dominan sobre los de oferta), otros autores, utilizando datos micro, encuentran una correlación negativa en aquellos países donde los diferenciales en relación con el euro han caído. Esto les lleva a interpretar que, pese a existir un diferencial positivo, la estabilidad macroeconómica que indujo esta reducción favoreció una menor dolarización.

El impacto de la inflación y su volatilidad sobre el crédito en moneda extranjera dependen del contrapeso entre el riesgo de tipo de cambio y el de tipo de interés, si bien los diferentes estudios muestran, en general, una relación positiva entre inflación y dolarización. Una elevada volatilidad de la inflación induce un mayor endeudamiento en moneda extranjera (tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta), ya que los tipos de interés reales en dicha moneda son más estables que los tipos internos, siempre que el tipo de cambio no presente, a su vez, una elevada volatilidad. Además, una inflación elevada lleva a un aumento de los depósitos en moneda extranjera, ya que los agentes económicos tratan de proteger el valor de sus ahorros, impulsando también

una mayor oferta de crédito en dicha moneda. Pero, incluso una vez alcanzada una tasa de inflación reducida, la dolarización puede persistir —especialmente, tras períodos de hiperinflación—, manteniendo elevadas la demanda y la oferta de financiación en moneda extranjera.

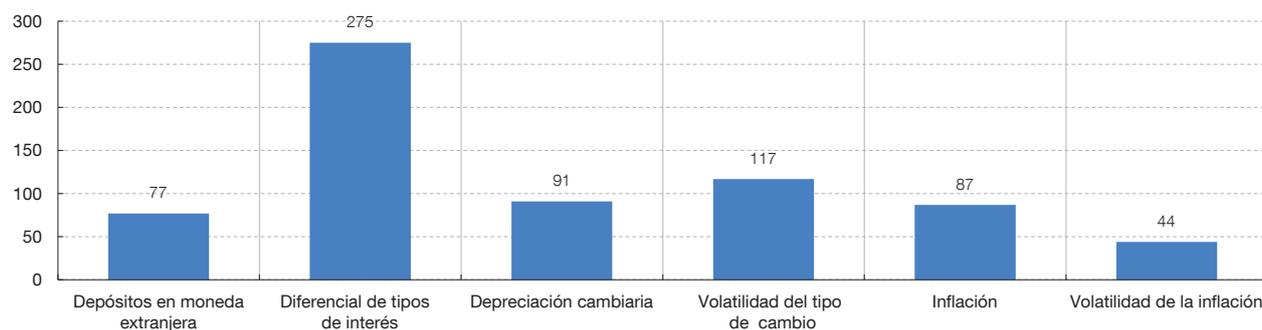
La literatura también incluye el tipo de cambio real y su volatilidad para explicar la dolarización en las economías emergentes. La teoría —corroborada por diferentes estudios empíricos— señala que las depreciaciones cambiarias tienen un impacto negativo, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta, pues elevan el riesgo de crédito de los préstamos, sobre todo cuando los agentes económicos no pueden cubrir sus posiciones en moneda extranjera, al tiempo que encarecen, en términos relativos, la financiación en dicha moneda. El efecto de la volatilidad del tipo de cambio no es tan evidente. Un aumento de esta eleva el riesgo de tipo de cambio y reduce la demanda de crédito; pero, al mismo tiempo, los bancos pueden intentar cubrir sus posiciones en moneda extranjera para mitigar dicho riesgo, elevando la oferta de préstamos denominados en moneda extranjera, con un efecto contrapuesto. La evidencia empírica no es concluyente, pues parece inclinarse por un efecto negativo del tipo de cambio sobre la dolarización, por distintos canales, si bien algunos autores obtienen el resultado contrario.

Resulta interesante, para completar esta panorámica, resaltar las diferencias entre la literatura que ha analizado la dolarización en América Latina y la dirigida a los países de Europa emergente. Por un lado, los estudios sobre América Latina analizan, generalmente, el efecto de los marcos institucionales sobre la dolarización, utilizando los determinantes macroeconómicos «tradicionales» como variables de control. Por ejemplo, se han investigado los efectos de los regímenes de tipo de cambio sobre los descalces en moneda extranjera. Otros autores muestran cómo la integración financiera y el desarrollo de los mercados de créditos nacionales afectan a la dolarización. También se ha analizado la relación entre los marcos de política económica y los procesos de desdolarización. Por su parte, los estudios sobre CESEE no se centran tanto en aspectos institucionales, y tienden a incorporar el efecto directo de las decisiones y del sentimiento de los agentes. Este sesgo se deriva de la disponibilidad de datos microeconómicos provenientes de encuestas bancarias a hogares y a empresas, que han proliferado en el período más reciente y no existían en la época de elevada dolarización en América Latina. De hecho, otra diferencia relevante se refiere al período muestral de estudio. Normalmente, los análisis sobre América Latina estudian la dolarización de los años noventa, mientras que los referidos a los países CESEE incluyen períodos más recientes, incluso posteriores a la crisis global de 2008. Finalmente, gran parte de la literatura referida a América Latina analiza la dolarización por el lado de los pasivos bancarios (depósitos), en lugar de la relativa a los activos (préstamos), al contrario que en el caso de los estudios sobre los países CESEE. Seguramente, esta dicotomía se debe a la escasa disponibilidad de datos sobre préstamos en moneda extranjera existente entonces en América Latina, que hacía más fácil la obtención de información por el lado de los depósitos bancarios. También podría deberse al hecho de que, tradicionalmente, se ha considerado que el proceso de dolarización en América Latina se inició por el lado de los depósitos bancarios, como una reacción de los agentes económicos frente a los procesos hiperinflacionarios experimentados durante aquellas décadas.

Principales resultados

Los resultados que se presentan a continuación se derivan de un enfoque de metaanálisis, una técnica econométrica que resume los principales resultados de la literatura empírica mediante técnicas de regresión. El primer paso para realizar el metaanálisis es recopilar los estudios empíricos que forman parte de la literatura (en este caso, sobre

NÚMERO DE COEFICIENTES



FUENTE: Banco de España.

dolarización de préstamos bancarios) y extraer, de cada uno de ellos, las estimaciones de los coeficientes («betas») asociados a las variables explicativas de la dolarización, según los modelos de regresión planteados en cada estudio. En este caso se han tomado como referencia 27 estudios empíricos. El gráfico 2 recoge la recurrencia de las seis variables explicativas fundamentales (véase sección anterior) y, por lo tanto, el número de betas asociados a cada una de ellas en el total de estimaciones existentes en la literatura. Precisamente, estos «betas» estimados (β) constituyen las variables que se han de explicar en el modelo de metarregresión. A continuación se estiman seis metarregresiones, una por cada determinante fundamental o «beta» estimado. El objetivo es determinar si cada uno de estos determinantes es realmente significativo para el conjunto de la literatura y no solo para algún estudio en particular. Para ello, en cada regresión se incluyen variables de control, relacionadas con las características específicas de cada estudio, puesto que estas podrían sesgar los resultados de las estimaciones individuales (por ejemplo, la elección del período muestral, la inclusión de variables institucionales o si el estudio tiene en cuenta el régimen de tipo de cambio); finalmente, ε es la perturbación aleatoria:

$$\text{beta} = \mu + \delta [\text{Variables de control}] + \varepsilon$$

El parámetro de mayor interés en la metarregresión es el término independiente (μ): si es estadísticamente significativo, implica que la variable asociada al «beta» es significativa para el conjunto de la literatura. La estimación se lleva a cabo por el método de máxima verosimilitud⁴.

Adicionalmente, en este trabajo se analiza si existen diferencias regionales (entre América Latina y CESEE) en los determinantes de la dolarización. Para ello, además de realizar metarregresiones para el conjunto de estudios empíricos seleccionados, se ejecutan también para aquellos estudios que solo analizan América Latina o CESEE.

En el cuadro 2 se presentan los resultados de forma cualitativa, comparando el signo obtenido del parámetro μ con el esperado. En las dos columnas siguientes se especifica si

⁴ Se incluyen efectos aleatorios, lo que permite tener en cuenta la heterogeneidad de las estimaciones de los coeficientes, tanto en cada estudio empírico concreto (varianza intraestudio) como entre diferentes estudios (varianza entre estudios).

	Signo esperado	Toda la muestra	CESEE	América Latina	Predominio
Depósitos en moneda extranjera	(+): Oferta	(+) ***	(+) ***	(+) ***	Factores de oferta (ambas regiones)
Diferencial de tipos de interés entre moneda local y moneda extranjera	(+): Demanda (-): Oferta	(+) ***	(+) n.s.	(+) **	Factores de demanda (América Latina)
Depreciación del tipo de cambio	(-): Oferta o demanda	(-) **	(-) n.s.	(-) *	Baja significatividad
Volatilidad cambiaria	(+): Oferta (-): Demanda	(-) **	(+) **	(-) *	Factores de oferta (CESEE) Factores de demanda (América Latina)
Inflación	(+): Oferta o demanda	(+) **	(+) n.s.	(+) ***	Factores de oferta o de demanda (América Latina)
Volatilidad de la inflación	(+): Oferta o demanda	(+) ***	(+) *	(+) ***	Factores de oferta o de demanda (más intensos en América Latina)

FUENTE: Banco de España.

NOTAS:

*** parámetro significativo al 1 %.

** parámetro significativo al 5 %.

* parámetro significativo al 10 %.

n.s.: parámetro no significativo.

son los factores de oferta o demanda los dominantes en cada caso, según el efecto esperado por cada lado. Cabe recordar que un signo positivo del parámetro indica una mayor dolarización asociada al factor analizado⁵.

En primer lugar, el porcentaje de depósitos en moneda extranjera es la variable que mejor aproxima los efectos por el lado de la oferta a la hora de explicar la dolarización de los préstamos bancarios, dado que aquellos bancos con un nivel elevado de depósitos dolarizados tenderían a ofrecer a sus clientes préstamos en moneda extranjera para traspasarles parte del riesgo. El coeficiente es positivo y significativo para ambas regiones, si bien se acerca a la unidad para América Latina, lo que sería consecuencia de que las entidades de dicha región tienden a expandir en paralelo sus carteras de préstamos y depósitos en moneda extranjera, es decir, mantienen una ratio préstamos/depósitos cercana a la unidad, sobre todo tras las crisis bancarias que sufrieron en los años noventa. La relevancia de esta variable decrece a lo largo del tiempo, fruto de la mayor prudencia de las entidades y de la regulación reciente de las posiciones netas en moneda extranjera, y es más relevante en países con mayor grado de apertura, variable que aproxima el acceso a mercados internacionales de financiación.

En el caso del diferencial de tipos de interés, el coeficiente para el conjunto de la muestra es positivo y significativo, si bien este resultado proviene de los estudios de América Latina, dado que en el caso de Europa emergente el coeficiente es muy bajo y no significativo. Este resultado, que es coherente con el de estudios previos similares para la región, indica la presencia de factores de demanda en la determinación de los préstamos en moneda extranjera en América Latina. Además, dicho coeficiente adquiere mayor relevancia en años más recientes, lo cual resulta intuitivo: una vez que la región ha eliminado el riesgo de hiperinflaciones y, al mismo tiempo, recupera el acceso fluido a los mercados financieros internacionales, los factores de demanda —que apuntan a una relación positiva entre un aumento del diferencial y la dolarización— tendrían más peso en la decisión de los agentes sobre la proporción óptima de préstamos en moneda extranjera en sus carteras.

⁵ Los detalles de los resultados, el impacto de otras variables y la evolución temporal de los parámetros pueden consultarse en el documento de trabajo.

El coeficiente para la depreciación del tipo de cambio presenta las mismas características que el de los diferenciales de tipos de interés: es significativo para el conjunto de la muestra, con el signo esperado (negativo), pero el resultado se deriva de la estimación de América Latina. Además, como sería lógico pensar en un entorno en el que las monedas de la región han tendido a apreciarse tras la crisis de 2008, el coeficiente es más relevante antes de dicha crisis, y lo es menos en países con un régimen cambiario fijo, que, si es creíble, incentivaría la toma de préstamos y la constitución de depósitos en moneda local. La volatilidad del tipo de cambio presenta resultados significativos para ambas regiones, pero con signos dispares. En el caso de CESEE, el coeficiente positivo indica la fortaleza de los factores de oferta en la determinación de los préstamos bancarios en moneda extranjera, en la medida en que los prestamistas están dispuestos a ofrecer este tipo de contratos para equilibrar sus posiciones en moneda extranjera (ya que se financian, en una elevada proporción, en moneda extranjera) y a reducir el riesgo cambiario en sus balances. Por el contrario, en América Latina el signo negativo del coeficiente apunta a una prevalencia de factores de demanda, puesto que los prestatarios están menos dispuestos a endeudarse en moneda extranjera cuando la volatilidad y el riesgo de tipo de cambio son mayores.

Finalmente, en el caso de la inflación, el resultado es el esperado para ambas regiones, esto es, mayor dolarización (coeficientes positivos y significativos) a mayor inflación y volatilidad de aquella, si bien parece más relevante esta última. Además, estos coeficientes son menos importantes hoy en día que en el pasado —lo cual puede reflejar la mayor estabilidad económica alcanzada tras años de episodios de elevada inflación—, y menores para el caso de países con regímenes cambiarios fijos, donde los límites a la creación de dinero pueden evitar fuertes depreciaciones cambiarias que se transmitan a los precios.

Conclusiones e implicaciones para la política económica

En conclusión, el análisis presentado en este artículo apunta a que los determinantes de la dolarización de los préstamos bancarios difieren, en cierta medida, en ambas regiones. En ambos casos, los coeficientes significativos de la inflación y la volatilidad del tipo de cambio reflejan la importancia de la estabilidad macroeconómica, tras periodos de hiperinflaciones o inflaciones elevadas. También es importante la financiación con depósitos en divisas de los oferentes de préstamos (las entidades bancarias). Además, en el caso de América Latina, el diferencial de tipos de interés ejerce un papel relevante, y mayor a medida que pasa el tiempo. En definitiva, si se clasifican los factores mencionados anteriormente como de oferta o de demanda (véase cuadro 2), se concluye que tanto unos como otros desempeñan un papel relevante en ambas regiones. No obstante, los de oferta tienen cierta preponderancia en los países CESEE, donde la dolarización (eurización) de los préstamos bancarios está básicamente determinada por la financiación en moneda extranjera derivada de los depósitos en dicha moneda en los bancos residentes; además, la financiación de las casas matrices también ha cumplido un papel importante en la región, que aquí no se analiza. En América Latina, la relevancia de los factores de demanda parece ser superior, debido a la reacción a las elevadas inflaciones registradas en el pasado y, más recientemente, a la respuesta de los agentes a los incentivos al endeudamiento en una u otra moneda, en un entorno de estabilidad macroeconómica como el actual.

En este sentido, los resultados obtenidos parecen ser coherentes con la evolución de la dolarización en cada una de las regiones. Así, la mayor estabilización macroeconómica y el saneamiento de los sectores bancarios alcanzados en América Latina desde finales de la década de los noventa habrían generado una caída de la dolarización *per se*, y una menor preponderancia de la inflación y de la volatilidad cambiaria como determinantes de

aquella. En este contexto macroeconómico más estable, adquiere mayor relevancia el diferencial de tipos de interés a la hora de determinar en qué divisa se demanda un préstamo. Por el contrario, el aumento de la dolarización en la región CESEE obedecería, en gran parte, a la entrada de la banca extranjera (sobre todo, europea) en los sistemas financieros de estos países, con acceso barato a financiación en euros y que, en un contexto de estabilidad macro y perspectivas de acceso a la Unión Monetaria, tenían incentivos para mantener depósitos en moneda local y prestar en euros.

Como la experiencia corrobora (tanto la pasada de América Latina como la de la crisis reciente en Europa emergente), la dolarización puede convertirse en un grave problema para la estabilidad financiera. Distinguir si los factores que predominan en la determinación de los préstamos en moneda extranjera provienen de la oferta o de la demanda es relevante a la hora de decidir sobre las políticas más adecuadas para reducir el grado de dolarización de las economías. Si los factores dominantes son de demanda, la desdolarización podría impulsarse mediante la promoción de un mercado de capitales en moneda local amplio y profundo, que incluyera derivados con los que protegerse frente al riesgo de tipo de cambio. Además, se podrían emitir y negociar instrumentos financieros vinculados a la inflación (por ejemplo, vía emisiones soberanas) que creen e impulsen ese tipo de mercados. Si los factores dominantes son de oferta, las acciones de política orientadas a la estabilidad financiera (como límites a la posición en moneda extranjera de los bancos, o requerimientos de reservas diferenciados según monedas) parecen las más adecuadas para modular la oferta de crédito en moneda extranjera. En este contexto, resulta destacable que una de las primeras normativas emitidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) —foro de coordinación de la política macroprudencial de la Unión Europea— fuera el requerimiento de reducir la dolarización financiera en los países de Europa del Este. En todo caso, la experiencia demuestra que el éxito de las políticas de desdolarización depende en gran medida de la existencia de un entorno de estabilidad macroeconómica. En un ámbito más estable, las políticas macroprudenciales tienen, en ambas regiones, un papel importante que desempeñar.

1.6.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BARAJAS, A., y A. R. MORALES (2003). *Dollarization of liabilities: Beyond the usual suspects*, IMF Working Paper, n.º 11.
- FIDRMUC, J., M. HAKE y H. STIX (2013). «Households' foreign currency borrowing in Central and Eastern Europe», *Journal of Banking & Finance*.
- GALINDO, A., y L. LEIDERMAN (2005). *Living with dollarization and the route to dedollarization*, IDB Working Paper, 526.
- HAKE, M., F. LÓPEZ-VICENTE y L. MOLINA (2014). *Do the drivers of loan dollarisation differ between CESEE and Latin America? A meta-analysis*, Documentos de Trabajo, n.º 1406, Banco de España.
- ROSENBERG, C., y M. TIRPÁK (2009). «Determinants of foreign currency borrowing in the new member states of the EU», *Czech Journal of Economics and Finance*, 59 (3), pp. 216-228.
- STANLEY, T. D., y S. B. JARRELL (1989). «Meta-regression analysis: a quantitative method of literature review», *Journal of Economic Surveys*, vol. 3, n.º 2, pp. 161-170.