

La dolarización y sus efectos sobre la solidez del sistema financiero peruano*

Renzo Jiménez S.

Resumen

El Perú es una economía parcialmente dolarizada, en donde el 70% de la liquidez del sistema financiero ha estado en dólares durante casi una década. La mayor parte de los salarios y bienes transados (poder adquisitivo) están en soles (moneda nacional), pero las empresas y la gente se endeudan (y ahorran) en dólares.

Esta dolarización estrangula la economía porque cualquier intento de reactivación, que favorezca una depreciación o cualquier choque macroeconómico que efectivamente la produzca, eleva el valor de las deudas en dólares en términos de soles y crea un efecto inverso y, por tanto, recesivo.

El objetivo de este documento es proponer lineamientos de estrategias que permitan reducir las actuales desventajas del sol frente al dólar, de modo que los propios agentes económicos, por conveniencia propia, vuelvan al sol, lo cual facilitaría la implementación de medidas económicas.

Summary

Peru has an economy partially "dollarized" where 70% of the liquidity of the bank system has been in US dollars during the last decade. Most of the salaries and goods trading are in "soles" (Peruvian currency) but the companies and people borrow and save in US dollars.

This "dollarization" strangles the economy because any currency depreciation policy to reactivate the economy or any macroeconomic shock that really produces it increases the value of debts (exchanged to soles) and produces an inverse effect and therefore recessively.

* Documento presentado en la 7ma Jornada de Economía Monetaria e Internacional, bajo el título "Perú: una economía estrangulada por el descalce entre la dolarización de los pasivos financieros y la solarización del poder adquisitivo de sus agentes económicos", llevada a cabo en la Universidad Nacional de La Plata, Argentina, el 9 y 10 de mayo de 2002.

The paper objective is to propose strategies that could reduce the disadvantages of the "sol" against the US dollar in such a way that economic agents return to the "sol" by own decision rather than an imposed policy, which would facilitate the implementation of other economic policies.

INTRODUCCIÓN

Antes de empezar debe mencionarse que aquí diferiremos del significado tradicional del término dolarización¹. En este trabajo se considera que una variable está "dolarizada" cuando su valor en términos de dólares tiende a mantenerse constante, ya sea porque su precio en dólares se mantiene o porque su precio en otra moneda se ajusta (se indexa) con el tipo de cambio, de modo que preserve su valor en dólares. La misma definición se aplica para el concepto de una variable "solarizada" con respecto a aquellas variables que mantienen su valor con respecto del sol, sea que sus precios se denominen o no en soles.

En este documento de trabajo se discute la teoría que en el Perú, el poder adquisitivo de la mayoría de agentes económicos se encuentra solarizado, mientras que sus pasivos financieros mayoritariamente se encuentran dolarizados y, por tanto, 'descalzados'; es decir, expuestos a riesgo cambiario.

El descalce mencionado ocasiona que la economía se estrangule ante cualquier intento de reactivación que pretenda favorecer una devaluación (o depreciación²) del sol o ante cualquier choque macroeconómico que efectivamente la produzca. La estrangulación se produce porque la devaluación eleva el valor de todas las deudas en dólares en términos de soles, sin que los agentes puedan protegerse contra este riesgo, ya sea trasladándolo a sus precios o incrementando sus ingresos en similar proporción.

Si bien una devaluación puede impulsar la reactivación de una economía desde el punto de vista de las exportaciones, esto ocurre en la medida que la depreciación haga los precios de dicha economía más competitivos³. Sin embargo, este efecto se ve contrarrestado por la inflación interna que pueda transmitir dicha devaluación. Por eso, una devaluación sería más beneficiosa cuando menor fuera el coeficiente de transmisión entre devaluación e inflación. No obstante en el Perú, paradójicamente, esto fue perjudicial por el descalce entre el poder adquisitivo mayoritariamente solarizado y el endeudamiento mayoritariamente dolarizado.

-
1. La dolarización ocurre cuando el dólar estadounidense desplaza de una forma u otra a la moneda doméstica (sol) en conceptos como ahorros, pagos y precios de bienes. A menudo, la dolarización se usa en sentido genérico para referirse a cualquier moneda extranjera, no solo al dólar, que desplace a una moneda doméstica. Es un caso particular de convertibilidad.
 2. Si bien muchas veces se hace la distinción entre depreciación para un esquema de tipo de cambio variable y devaluación para un esquema de tipo de cambio fijo, en adelante, nos referiremos indistintamente a devaluación como la subida del tipo de cambio respecto del dólar en un esquema de flotación libre.
 3. En realidad, esto no asegura que se aliente un uso eficiente de los factores de producción. Por el contrario, este tipo de medidas podría alimentar ineficiencias que, de otro modo, habrían sido eliminadas por el mercado.

En el Perú, los choques macroeconómicos externos (1998) y las políticas de gobierno (1999) efectivamente produjeron y favorecieron devaluaciones bruscas que, a su vez, ocasionaron el estrangulamiento recesivo de la economía en su conjunto. Ello se debió al bajo coeficiente de transmisión⁴ existente entre devaluación e inflación y a que hubo un efecto riqueza negativo para la gran mayoría de los deudores de créditos en dólares, pues no generaban ingresos en dólares. El crédito en soles durante todos estos años ha sido muy limitado, básicamente por los problemas hiperinflacionarios que se vivieron especialmente en la segunda mitad de los años 1980.

De hecho, se señala que buena parte de la recesión actual se debe a que este proceso (efecto riqueza) no ha sido revertido (compensado), lo cual la ha agravado, es decir, ha disminuido la capacidad de pago, ha aumentado la morosidad, se han incrementado las provisiones requeridas por los deterioros de cartera y se ha inhibido una salida más rápida del estancamiento en el que se encuentra la economía.

Al final se enumera las razones por las que no sería recomendable una dolarización plena oficial en el Perú y se propone medidas para favorecer la solarización, lo cual reducirá la vulnerabilidad de una economía estrangulada de este modo, especialmente frente a choques exógenos.

1. APROXIMACIÓN AL PODER ADQUISITIVO

La variación del poder adquisitivo de los consumidores que nos interesa aproximar, podría ser medida a través de la variación de los sueldos y salarios con que se remunera el trabajo en una economía, asumiendo que el número de horas trabajadas y los recursos patrimoniales se mantuvieran constantes en dicho período. Sin embargo, en este trabajo se ha hecho una aproximación heroica a través de otra variable, debido a problemas de disponibilidad de dicha información en el Perú, tanto a escala nacional como de modo estandarizado.

Se ha considerado a la variación del índice de precios al por mayor (IPM) como la variable aproximada a la variación del poder adquisitivo de toda la economía en general, porque lo que interesa es seguir la evolución del poder adquisitivo de los agentes económicos frente al precio del dólar. La variación del IPM es una medida de inflación de los precios de

4. Durante la crisis internacional de 1988, el coeficiente de transmisión fue bajo en contraste con años anteriores, cuando la mayor parte de las devaluaciones sí fue transmitida a inflación.

la economía, mas al ser una medida de la evolución de todos los precios de una canasta de bienes de la economía, en determinadas circunstancias, también mediría la evolución de la capacidad adquisitiva de toda la economía. Tales circunstancias implicarían que, por ejemplo, el número de horas trabajadas, la capacidad utilizada de las fábricas y el progreso tecnológico se mantuvieran constantes durante los periodos evaluados. Por ello, estos supuestos constituyen la mayor debilidad de la mencionada aproximación al poder adquisitivo, ya que en el largo plazo todas estas variables no se mantienen constantes año tras año. Sin embargo, el IPM sí consideraría la variación de la capacidad adquisitiva de las empresas, bajo los supuestos indicados, pues un incremento de precios reflejaría mayores márgenes.

Este supuesto, que podría ser considerado extremo, sirve para simplificar nuestro análisis y nos permite evitar entrar en disquisiciones sobre la variación de los precios relativos al interior de los componentes del IPM. Inclusive, la inflación sobreestima el crecimiento del promedio ponderado total de los sueldos y salarios que gana la mayor parte de la población, tal como se puede deducir de los datos de las encuestas a empresas con 10 o más trabajadores en 23 ciudades del Perú, realizadas por el Ministerio de Trabajo a una muestra de 2.300 empresas (ver el cuadro 1).

Cuadro 1
Perú: sueldos y salarios, 1996-2000
 (Variación nominal, en soles)^{1/}

Variable	1996	1997	1998	1999	2000
Salarios obreros	10,7%	5,7%	4,2%	2,1%	4,5%
Sueldos empleados	14,4%	7,2%	11,0%	6,9%	9,9%
Sueldos empleados (incluyendo ejecutivos)	16,2%	8,5%	13,0%	7,3%	9,8%
Variación acumulada del IPM (12 meses)	11,4%	5,0%	6,5%	5,5%	4,4%
Variación acumulada del dólar (12 meses)	12,5%	4,8%	15,7%	11,4%	1,4%
Índice del PBI per cápita (base 1994 = 100)	107,5	112,8	110,2	109,3	110,9

1/: Las variaciones son de diciembre a diciembre, excepto el año 2000, que es de setiembre a setiembre para sueldos y salarios. Fuente: Ministerio de Trabajo, INEI (varios años). *Encuesta Nacional de sueldos y salarios*. Lima.

Asimismo, tanto en el caso de la devaluación como en el de la inflación (IPM), hemos utilizado la variación acumulada de los últimos doce meses. Esto se hizo así para aproximar el impacto de los cambios en los movimientos del tipo de cambio y de los precios de manera periódica, y de esta manera poder hacer comparaciones con las demás variables.

Finalmente, se observa que el índice del PBI se ha mantenido *grossa modo* estancado desde fines de 1997 hasta inicios de 2000. De ello se puede deducir que las circunstancias

especiales de las que se hablaba (los supuestos necesarios mencionados para que la variación del IPM aproxime mejor la variación del poder adquisitivo), se habrían dado especialmente entre inicios de 1998 y fines de 1999, precisamente cuando se produjeron los cambios estructurales que interesan analizar en el presente documento de trabajo.

2. LA PÉRDIDA DE RIQUEZA SOCIAL DEL DESCALCE CAMBIARIO

El descalce entre la moneda principal de poder adquisitivo (el sol) y la moneda principal de las deudas (el dólar) ocasionó que las devaluaciones ocurridas en el Perú, a lo largo de los años 1998 y 1999, hayan producido una disminución de la riqueza de los deudores de créditos en dólares.

En un primer momento, la riqueza disminuyó porque aumentó el valor de las deudas dolarizadas en términos de soles. En un segundo momento, la riqueza disminuye porque se redujeron las cantidades transadas (incluyendo número de horas trabajadas) en la economía en su conjunto, lo cual luego se tradujo en recesión, que solo parcialmente se reflejan en el estancamiento del PBI⁵.

Paradójicamente, la disminución de la riqueza se debió a que el incremento de la deuda en términos de soles no pudo ser compensado por un incremento similar de precios (ingresos), es decir, en inflación.

De otro lado, la disminución de riqueza de los prestatarios transferida a sus acreedores⁶, en términos de soles, no pudo ser aprovechada totalmente por estos últimos. Por ejemplo, luego de una subida del tipo de cambio, una parte de la deuda en dólares pagada, la menor, sirvió a los acreedores para atender más obligaciones en soles con los mismos dólares (el margen de ganancia entre la tasa cobrada y el costo del fondeo, siendo los mismos dólares, representó más soles por el incremento del tipo de cambio). Sin embargo, la otra parte de lo pagado, la mayor, se transformó en una pérdida de riqueza para toda la economía peruana⁷, ya que dicha menor riqueza de los deudores en términos de soles no

-
5. Si el PBI se estancó o retrocedió ligeramente y los precios aumentaron un poco, entonces, las cantidades transadas deben haber retrocedido más que lo ocurrido con el PBI.
 6. Por ejemplo, una parte de esta transferencia se ve reflejada en el resultado por exposición a la inflación (REI) positivo que presentaron los estados financieros de las instituciones financieras, ya que, de acuerdo con la metodología de ajuste por inflación, el REI refleja el resultado neto por exposición a la inflación (partidas no monetarias) y a la devaluación (partidas monetarias en moneda extranjera).
 7. En realidad fue transferida y transformada en un mayor poder adquisitivo, de cualquier tenedor de dólares en el mundo (sus dólares compran más soles que no han perdido poder de compra en el Perú).

significó mayor riqueza para los acreedores en términos de dólares (el repago del capital y de los intereses del fondeo original del préstamo en dólares sigue siendo el mismo, a menos que parte del fondeo de estos créditos en dólares haya sido en soles⁸).

3. SOLARIZACIÓN DEL PODER ADQUISITIVO Y LA CAPACIDAD DE PAGO

El Perú es una economía cuyos mercados, monetario y financiero, están altamente dolarizados. Sin embargo, si bien inclusive buena parte de su mercado de activos no transables, como el inmobiliario, tiene precios en dólares, esto no significa que su valor esté dolarizado. La razón de ello estriba en que el poder adquisitivo de la demanda relevante, casi toda la economía del Perú, no está dolarizada sino solarizada.

La solarización del poder adquisitivo ocurre porque los ingresos de los consumidores, que constituyen su capacidad de compra (y de pago), provienen de sus sueldos y salarios, los cuales están pactados en soles en forma mayoritaria, independientemente de que la mayoría tenga sus ahorros en dólares. Dichos dólares fueron adquiridos a los diferentes tipos de cambio a los que se consiguieron comprar, como una forma de atesorar valor, como se podría haber comprado cualquier otro activo para protegerse ante la debilidad histórica del sol y la memoria inflacionaria que arrastran los agentes económicos.

Muchos de los activos no transables tienen inclusive precios en dólares, pero eso no significa que estén dolarizados, porque sus precios están anclados finalmente a la capacidad adquisitiva del consumidor local que, como ya mencionamos, está en soles. En cambio, los bienes transables son los únicos activos que están denominados en dólares y están dolarizados simultáneamente, porque sus precios no están afectados por el poder adquisitivo de los consumidores nacionales, sino de los del extranjero. Su precio en dólares será el mismo en el Perú o en cualquier otro país (más los costos de nacionalización respectivos).

Esto ocurre de esta manera porque, contrariamente a lo deseable, el Perú es una economía poco integrada al mundo, con un bajo nivel de exportaciones y, por ello, depende sobrema-

8. En el caso que parte del fondeo de los créditos en dólares hubiera sido obtenido en soles, entonces, el acreedor habría recibido parte de la transferencia de riqueza en la medida que haya accedido a un bajo costo relativo de fondeo en soles. Es decir, que la diferencia entre las tasas activas en dólares y soles haya sido menor o igual que la diferencia entre las tasas pasivas en dólares y soles. La evidencia empírica en el Perú parecería apuntar hacia ello. Por un lado, la diferencia entre las tasas de interés pasivas en soles y dólares, entre 1997 y el año 2000, osciló entre 5 y 7% en términos promedio ponderado; sin embargo, la diferencia entre las tasas de interés activas en soles y dólares en el mismo período, osciló entre 15 y 20%. De otro lado, entre 1998 y 1999, las colocaciones en dólares en la mayoría de los bancos fluctuaban en torno al 85% del total, mientras que los depósitos en dólares bordeaban solo el 60%.

nera de la capacidad adquisitiva de sus propios consumidores, anclada a su vez al valor absoluto de sus ingresos en la moneda en la que los ha pactado. No debe olvidarse que los consumidores finales son los que, en última instancia, pagan directa o indirectamente todos los bienes y servicios que se producen en una economía.

Por tanto, para seguir maximizando beneficios, las empresas tienen que ajustar sus precios al poder adquisitivo de la demanda. Inclusive los precios de algunos bienes transables podrían verse marginalmente afectados a través de su margen, dependiendo de su elasticidad y de los sustitutos que tengan. Si sus precios en términos de soles ya no se pueden reducir, el ajuste se terminará produciendo por cantidades, como cualquier bien cuyo precio en soles se eleve⁹.

De todo lo mencionado se desprende que una economía altamente dolarizada, como la del Perú, no es sinónimo de una economía indexada al dólar, cuando el poder adquisitivo no está indexado al dólar. De hecho, en el Perú, el salario de los obreros, que representan a la mayor parte de la población, ni siquiera se ha podido ajustar a la inflación, como se observa en las cifras del Ministerio de Trabajo.

Por tanto, en el largo plazo, la formación de los precios en los mercados de bienes no transables, comúnmente denominados en dólares, en realidad se forma en términos de soles. Los inmuebles, por ejemplo, se transan en dólares, mas el nivel de precios del sector se adecua al poder adquisitivo de su demanda relevante, en soles¹⁰. Lo mismo ocurre con los precios en dólares de las clases de piano o de matemáticas de un profesor particular, con los precios por hora para hacer canotaje o parapente, con los precios de los alquileres de equipos de sonido o de viviendas en general y hasta con los montos de las cuotas de los *showers* para las novias próximas a casarse o de los precios de las fotografías para su matrimonio.

En conclusión, toda la economía del Perú, salvo el sector exportador, tiene poder adquisitivo en soles y, por tanto, enfrenta una demanda en términos de soles, independientemente de la moneda en la que esté denominado su costo. Un incremento en los costos por subida del tipo de cambio del dólar, del yen o del euro, será enfrentado por la oferta y la demanda, de la misma forma que una subida del precio de cualquier otro factor de producción del bien final que se transe en el mercado.

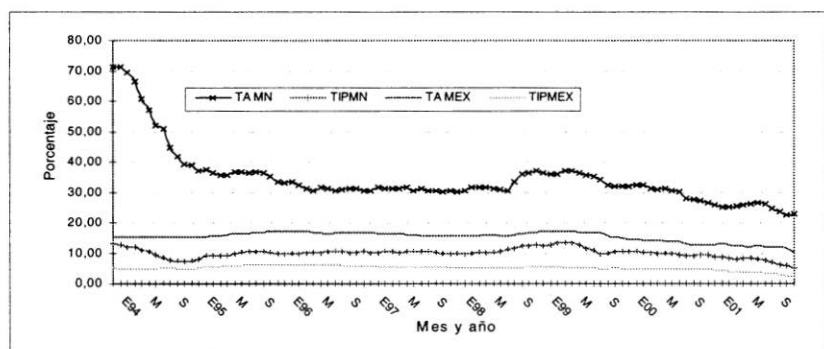
9. A menos que haya un progreso tecnológico que permita dicho ajuste en precios. Sin embargo, esto también ocurriría con un bien no transable.

10. En el Perú, entre 1998 y 2000, el valor comercial de los inmuebles en términos de dólares cayó en promedio en un -40% (locales industriales, -50%; locales comerciales, 45% y viviendas, -30%), sin hablar de la caída en términos de valor de realización (valor de venta apurada).

4. EL ORIGEN DEL ENTRAMPAMIENTO ACTUAL

De acuerdo con la teoría de la paridad de las tasas de interés, la diferencia entre las tasas de interés en dólares y las tasas de interés en soles se debe a la tasa de devaluación esperada¹¹ (ver el gráfico 1). Por otro lado, hasta fines de 1995, la devaluación ocurrida (últimos doce meses) se encontró por debajo de la inflación y el rezago entre ambas, inclusive, llegó a casi 10% en términos anuales.

Gráfico 1
Evolución de la tasa de interés: 1994-2001



Fuente: BCRP
Elaboración propia

Esto significó para los deudores un bajo costo de los créditos tomados en dólares en términos de su costo real en soles, ya que este último fue equivalente a la tasa de interés en dólares más la devaluación efectivamente producida¹² en dicho periodo. La devaluación producida hasta octubre de 1995 no superó el 5% anual (últimos doce meses) y, como fue menor que la inflación, la capacidad adquisitiva (de pago) no se vio afectada en términos de dólares. Esto fue plenamente validado por la historia posterior al proceso de estabilización de la economía.

Por otro lado, la liberalización del mercado financiero en el Perú, a inicios de 1990, permitió un rápido crecimiento de la oferta de crédito en el sistema financiero, aunque

11. En términos simplificados: Tasa S/. = Tasa \$ + Devaluación esperada

12. En términos simplificados: Costo S/. = Tasa \$ + Devaluación ocurrida < Tasa S/.

esta oferta se dio casi exclusivamente en dólares por el fondeo disponible en dicha moneda. De hecho, los pocos excedentes en soles disponibles eran rápidamente convertidos en dólares, debido al recelo existente contra el sol por el proceso hiperinflacionario de 1980, para otorgar créditos a corto y mediano plazo en dólares. Inclusive, la fuerte competencia generó créditos hipotecarios a plazos cada vez más largos (hasta 15 y 20 años), todos en dólares, sin que se contara aún con el fondeo adecuado de recursos para tales plazos. Mientras tanto, los créditos en soles se restringieron a sobregiros, tarjetas de crédito y operaciones de muy corto plazo.

Este endeudamiento generalizado en dólares no implicó mayores problemas, sino hasta 1997. En la medida que los contratos y los sueldos y salarios se lograron ajustar a la inflación¹³, asumida similar o mayor que la devaluación como en años anteriores, no había problemas de descalce entre los ingresos en soles y las deudas en dólares en el sistema financiero. Adicionalmente, pocas eran las personas que perdieron su empleo o las empresas que quebraron en esos años, porque la economía se encontraba en plena expansión.

Sin embargo, entre 1998 y 1999, cuatro supuestos implícitos en las evaluaciones de crédito de las áreas de negocios de las instituciones financieras en el Perú, dejaron de cumplirse:

- Asumir que los descalces entre la inflación y la devaluación no eran sustanciales, no eran permanentes ni eran desfavorables.
- Asumir que tener una economía altamente dolarizada implicaba que sus agentes económicos tenían su capacidad de pago anclada indirectamente a la devaluación, ya que la inflación solía ser mayor que la devaluación.
- Asumir que como los precios de las garantías se pactaban en dólares, el comportamiento de su precio (de su valor) era similar al de un bien transable; es decir, inmune a las pérdidas derivadas de su exposición a los riesgos cambiario y de mercado.
- Asumir que la decisión de prestar en soles o en dólares era irrelevante para el flujo de caja de todos los deudores.

4.1 Los descalces entre inflación y devaluación

De acuerdo con la teoría de la paridad del poder adquisitivo (o poder de compra), en el corto plazo, los tipos de cambio tienden a experimentar fluctuaciones cuando varían las tasas de interés, hay cambios políticos o cambian las expectativas. Sin embargo, a largo

13. En realidad se ajustaba con significativos rezagos, dependiendo del poder de negociación. Por ello, los salarios de los obreros disminuyeron en términos reales, aunque ellos tenían reducido acceso al crédito.

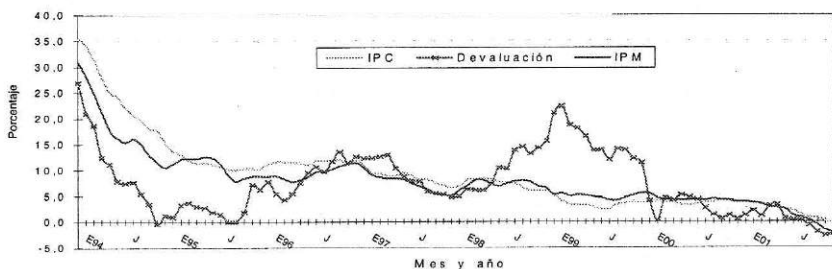
plazo, los tipos de cambio están determinados por los precios relativos de los bienes en los diferentes países. Es decir, el precio de una canasta de bienes en dólares en EE UU en el largo plazo, será igual al precio de esa misma canasta de bienes en soles en el Perú, medidos al tipo de cambio¹⁴.

Esto implica que las monedas de los países con elevadas tasas de inflación tienden a depreciarse en similar medida, considerando que la inflación externa es despreciable. No obstante, las barreras comerciales y los costos de transporte facilitan que los precios varíen significativamente de unos países a otros.

Adicionalmente, los flujos financieros pueden superar a los flujos comerciales en el corto plazo y, por lo tanto, el nivel de paridad de poder de compra (y la brecha entre inflación y devaluación) se puede alejar durante muchos años.

En el Perú, entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998, la devaluación fue de 15,68%, mientras que la inflación (IPM) fue de solo 6,47% (ver el gráfico 2). Entre diciembre de 1998 y diciembre de 1999, la devaluación fue de 11,36%, en tanto que la inflación fue de 5,48%. Es decir, en conjunto en los 2 años, la devaluación total fue de 28,8%, mientras que la inflación total fue de solo 12,3% (según el IPM).

Gráfico 2
Perú: evolución de la inflación y la devaluación, 1994–2001
(Variación 12 meses)



Fuente: BCRP
Elaboración propia

14. En términos simplificados: $\pi(\text{Perú}) = \pi(\text{internacional}) + \Delta$ tipo de cambio

Esto significa que, inevitablemente, los agentes económicos no financieros tuvieron que enfrentar un crecimiento de 28,8% en el valor del capital de sus deudas en términos de soles, lo cual hubiera sido parcialmente contrarrestado, si hubieran logrado aumentar sus precios al mismo ritmo que la inflación (12,3% en total). Además, hubieran logrado evitar reducir sus volúmenes de ventas (i.e. sin aumentar su capacidad instalada ociosa por una recesión) y hubieran logrado pagar al menos los intereses de sus pasivos en dólares durante dicho período, lo cual no ocurrió con la mayoría de agentes económicos y es el principal origen de la situación económica actual.

Es decir, en las evaluaciones de crédito se asumió que la teoría de paridad de poder de compra no tenía mayores desviaciones en el corto plazo (lo que en el Perú sí sucedió) y que, en todo caso, en el largo plazo, el precio en dólares de los bienes en un país debería ser igual al precio en dólares de esos mismos bienes en todos los otros países, lo cual solo ha ocurrido en mayor medida con los bienes transables.

Nótese, además, que esta teoría implica una serie de supuestos poco realistas para muchos bienes y servicios, tales como muy bajos o nulos costos de transporte, que todos los bienes y servicios puedan ser transados internacionalmente, que los productos no difieran entre un país y otro, que no hay barreras naturales o artificiales al comercio, entre otros.

4.2 Ingresos descalzados con la devaluación

Aun si las personas hubieran logrado aumentar sus sueldos y salarios al mismo ritmo que la inflación, sin reducir las horas hombre trabajadas (i.e., sin que se eleve la tasa de desempleo), y si hubieran logrado pagar los intereses de sus deudas durante dicho tiempo, factores críticos no cumplidos, entonces, igualmente habrían tenido que enfrentar un incremento de sus deudas en dólares en términos de soles¹⁵. Es decir, el origen del problema fue el descalce cambiario.

Para tener una idea de cuántos agentes estuvieron expuestos a este descalce, basta con decir que casi el 85% de los pasivos financieros del sistema se halla pactado en dólares y que el sector transable (único realmente dolarizado) de la economía peruana no llega al 15%. En el año 2000, la demanda estuvo formada en un 69,4% por consumo final, un 17%

15. Un caso interesante ocurrió con el Banco del Trabajo, a pesar de que todos los otros bancos de consumo quebraron. Una de las razones fundamentales de su supervivencia fue que prestó (otorgó créditos) exclusivamente en soles y con cuotas fijas. A pesar de que lo hizo a elevadas tasas, estas asumían (voluntariamente o no) una mayor devaluación que la imprevisiblemente ocurrida. Es decir, su morosidad se mantuvo controlada porque al evaluar el crédito, el flujo de caja de sus clientes se halló sincerado por no tener descalces de monedas. Este modelo de financiamiento de cuotas fijas calzadas con la moneda de los ingresos de los deudores, ha sido imitado con éxito por las tiendas por departamentos Saga y Ripley. Además, recientemente los bancos locales se han visto obligados a imitar el modelo en sus tarjetas de crédito VISA, para no perder más participación en el mercado.

por formación bruta de capital y solo el 13,6% por exportaciones. Por el lado de la oferta, el PBI representa el 84,8% del total y las importaciones, el 15,2%.

4.3 Garantías descalzadas con el tipo de cambio

Por otro lado, normalmente, los bancos se protegen contra el riesgo precio de sus garantías a través de la diferencia entre el valor de realización y el valor comercial de los mismos. Sin embargo, el hecho de tener los precios referidos en dólares, les impidió ver que los valores de sus garantías no estaban dolarizados. Es decir, que el valor subyacente está determinando finalmente por una demanda con poder adquisitivo en soles y que el hecho de que los precios de transacción (referenciales) estén en dólares, no los hacían inmunes ni al riesgo cambiario ni al riesgo precio, originado por la recesión, como sí lo hubiera hecho un bien transable. Los bancos tuvieron que esperar la tasación anual de sus garantías para desinflar los valores de las mismas, ilusoriamente dolarizados.

Asimismo, aun cuando los consumidores ya aprendieron de las pasadas experiencias inflacionarias que licuaron sus ahorros en soles, los actuales niveles de ahorro en dólares son de tipo inventario (*stock*) y no de tipo flujo, por lo que para realizar adquisiciones apalancadas (la mayor parte de las adquisiciones) prevalece el poder adquisitivo en soles que genera la demanda sobre los bienes no transables.

De la misma manera, en estos años de recesión no hubo inversión extranjera directa suficiente que pudiera compensar la caída de la demanda por el efecto ingreso, derivada del efecto riqueza negativo que produjo la devaluación sobre la mayoría de los agentes que arrastran pasivos en dólares. Inclusive en el caso de bienes cuya oferta es inelástica en el corto plazo, el ajuste en precios es mayor, como ocurrió con el mercado de inmuebles e inclusive con el mercado de autos de segunda mano.

4.4 Distorsiones de prestar en diferentes monedas

Finalmente, pero no por ello menos importante, la decisión de prestar en soles o en dólares no es irrelevante para el flujo de caja de los deudores. En un mercado competitivo y para un determinado plazo, la tasa de interés en soles sería mayor que la tasa de interés en dólares y la diferencia debería ser igual a la devaluación esperada del sol en dicho plazo. Es decir, las cuotas de un crédito en soles serían mayores que el equivalente en soles al tipo de cambio de las cuotas de un crédito en dólares.

Sin embargo, lo indicado solo es cierto para las primeras cuotas, porque las cuotas finales del crédito en soles seguirían siendo las mismas en términos de soles; mientras que las cuotas en dólares al tipo de cambio serán mayores. Este fenómeno es mayor cuanto más

largo es el plazo del crédito y tiene consecuencias ilusorias perversas para los agentes económicos: (a) para los bancos, sobreestima la capacidad de pago en dólares de los deudores no exportadores porque, aun cuando el crédito tuviera cuotas constantes, en realidad las cuotas serán crecientes en soles al ritmo de la devaluación; y (b) para los consumidores, y deudores en general, crea la ilusión que un crédito en dólares es siempre más barato que un crédito en soles, porque la diferencia de tasas de interés en cada moneda hace que el valor de las cuotas en dólares al tipo de cambio vigente al inicio del crédito sea menor que las cuotas del crédito en soles.

En dicho aspecto, uno de los sectores económicos más sensibles al efecto del descalce de monedas sobre el flujo de caja ha sido el sector agrícola, cuyos créditos, por su naturaleza, requieren de largos períodos de gracia, en los cuales inclusive se capitalizan intereses, mientras que los períodos de revisión de sus posiciones no son tan frecuentes como los de los clientes comerciales o industriales. Sin embargo, debe indicarse que en los créditos agrícolas están presentes otros riesgos adicionales no menos importantes, como los riesgos precio (que en otros países es mitigado con una eficiente Bolsa de Productos) y los riesgos meteorológicos (cuya mayor parte, en otros países, suelen ser cubiertos por seguros agrícolas¹⁶), los cuales también tienen responsabilidad en la calidad de cartera actual de los créditos agrícolas.

5. LA EVALUACIÓN CREDITICIA DEL RIESGO CAMBIARIO

Los bancos, por su propia actividad, enfrentan diversos riesgos financieros ante los cuales deben 'coberturarse'. En los casos de exposición, se les solicita adecuados niveles de patrimonio efectivo para cubrir las pérdidas imprevistas derivadas de tales riesgos y así preservar su solvencia, de acuerdo con las recomendaciones del Comité de Basilea.

En el Perú, el riesgo crediticio ha tenido requerimientos específicos de capital en términos de patrimonio efectivo, al que se le ha añadido recientemente requerimientos por riesgo de mercado. Dentro de los riesgos de mercado se han establecido requerimientos de capital para el riesgo cambiario (que no incluye a las colocaciones) y para el riesgo precio de valores representativos de capital. Estas solicitudes de capital se hacen para

16. Según Knight (1921), el riesgo se diferencia de la incertidumbre en que puede ser medido bajo cálculos actuariales. La incertidumbre, por el contrario, implica un elemento de "sorpresa" en la información recibida, la cual no puede, por tanto, ser prevista anticipadamente. La importancia de esta distinción estriba en que los agentes pueden resguardarse del riesgo mediante mecanismos de seguro. La incertidumbre, en cambio, no puede ser objeto de seguro, por lo que la política pública podrá a lo sumo reducirla, mediante un entorno institucional claro y predecible, pero no eliminarla.

preservar los depósitos del público y mantener vigente el sistema de pagos de la economía. De este modo, se asegura que los costos de asumir dichos riesgos los paguen los dueños de los bancos, pues, son ellos los que también obtienen los beneficios de asumir tales riesgos.

En otros países, cuando los bancos obtienen líneas de crédito del exterior, las reciben en una moneda distinta de la local en la cual prestan y, de este modo, incurren en riesgo cambiario. Sin embargo, en nuestro país, el riesgo cambiario de los préstamos no ha sido asumido por los bancos, sino que ha sido trasladado por completo a los agentes económicos, quienes hasta la fecha no cuentan con los mecanismos de cobertura necesarios. La excepción la constituyen las operaciones otorgadas a los exportadores y las operaciones de corto plazo a las que pueden acceder los grandes clientes corporativos, con los mismos bancos. Sin embargo, estas operaciones en el mercado de dólares a plazo (mercado de dólares *forward*), introducen presiones sobre el tipo de cambio al contado.

Es decir, buena parte del origen del problema crediticio actual es que al trasladar los bancos el riesgo cambiario a sus clientes, dicho riesgo cambiario sin cobertura no ha sido tomado en cuenta al evaluar el riesgo crediticio de las operaciones otorgadas a esos clientes. Esto se ha hecho así porque se asumió que los descalces entre inflación y devaluación no eran sustanciales ni permanentes, como ocurrió hasta 1997.

El riesgo crediticio es la posibilidad de pérdida derivada de una insuficiente capacidad de pago. No obstante, se supone que la capacidad de pago se evalúa en función de la moneda en la que se otorga, calcula y cobra el valor del crédito y de sus intereses. Es decir, si un banco presta 100 dólares a un agricultor cuyo producto se vende en el mercado interno (en soles), entonces, la evaluación de su capacidad de pago debería consistir en determinar si al vencimiento del crédito, el agricultor será capaz de pagar los 100 dólares más sus intereses respectivos, con lo (los soles) que obtenga de la venta de su producción. Dicho de otro modo, el agricultor debería poder pagar el capital más los intereses más la devaluación acumulada de ambos. En la medida que los precios de los productos agrícolas se eleven (asumiendo que sigue la tendencia de la inflación) a un ritmo similar al del dólar (devaluación), no se presentarán mayores problema por el lado del riesgo cambiario.

Por tanto, trasladar el riesgo cambiario a los clientes no libera a los bancos de evaluar su impacto en el riesgo crediticio de sus clientes, el mismo que los bancos reflejan entre sus tasas de interés en dólares y soles. Es decir, el riesgo crediticio evaluado podría haber sido subestimado, como de hecho la historia reciente sugiere que ocurrió.

Actualmente es fácil comprobar que la elevada cartera pesada¹⁷ de los bancos de una economía con pocas actividades transables, como el Perú, es sumamente sensible a subidas del tipo de cambio, debido a la dolarización de sus pasivos. Esto no ha sucedido en Chile con las subidas del tipo de cambio en la primera mitad de 2001, porque los pasivos financieros de sus empresas están indizados, al igual que los depósitos y todos los precios (ingresos) de su economía, y no dolarizados.

6. ¿POR QUÉ NO DOLARIZAR PLENAMENTE?

Las principales razones por las cuales en el Perú no se considera conveniente ni necesario dolarizar (a menos de que se tratara de una unión monetaria, que no es el caso), son las siguientes:

- En el Perú ya se tiene la inflación completamente controlada y no se requiere estabilización, como fue en el caso de Ecuador.
- El atesoramiento se hace comprando dólares por miedo a la inflación pasada, lo cual podría ser evitado con la oferta de depósitos de valor adquisitivo constante (VAC) al público por parte de los bancos (como en Chile).
- En el Perú ya es potencialmente posible endeudarse en soles a largo plazo, gracias a los fondos de pensiones manejados por las AFP, con lo cual se evitan los problemas de la devaluación (1997) y el de la crisis de liquidez (1998).
- Una dolarización plena no inmuniza a una economía contra choques externos, de hecho la agrava, ya que todo el ajuste se efectúa por cantidades.
- La dolarización no evita la necesidad de hacer reformas estructurales en los campos fiscal, financiero, tributario, social, etc.
- La dolarización no implica la eliminación del riesgo país y, por tanto, tampoco implica la reducción de las tasas de interés (como en Panamá).

Además de estas razones están las tradicionales desventajas de una dolarización plena, como la pérdida de señoreaje por parte del Banco Central de Reserva (BCR), la imposibi-

17. Si bien muchas de las deudas agrícolas pasaron a ser parte de la cartera pesada de los bancos por riesgos meteorológicos no cubiertos o por falta de un adecuado monitoreo crediticio (los créditos concedidos tuvieron otra finalidad) o por falta de conocimiento técnico del agricultor (salinidad, drenaje, abono, riego, poda, plagas, mejoramiento de especies, ineficiencias, empirismo en la gestión), no es menos cierto que el nivel de la deuda actual, medido en soles, no habría sido tan elevado, si los créditos se hubieran otorgado en soles. Esto habría ocurrido porque el flujo de caja proyectado hubiera tenido menor incertidumbre (mercado del producto en soles, por tanto ingresos en soles y pagos ciertos de deuda en soles) o, en su defecto, si se hubiera evaluado el riesgo cambiario, los créditos con flujos de caja que no resistieran sensibilizaciones de tipo de cambio (al reconocerse que sus ingresos no estaban indexados al dólar) no se hubieran otorgado.

lidad de hacer política monetaria y la desaparición del BCR como prestamista de última instancia.

7. CÓMO DESDOLARIZAR O CÓMO SOLARIZAR

Serían necesarias medidas que mejoren o al menos igualen las condiciones de competencia del sol frente al dólar en el sistema financiero, tanto en el mercado al contado (*spot*) como en el mercado a plazo (*forward*). Estas medidas tendrían que ser aplicadas por los organismos reguladores y supervisores.

Los objetivos centrales a lograrse serían:

- Inhibir posibles especulaciones sobre los tipos de cambio de parte de las instituciones financieras a través de posiciones largas o cortas por plazos, dentro y fuera de balance;
- Hacer que las instituciones financieras internalicen el riesgo adicional que implica prestar en una moneda distinta a la moneda en la que sus clientes generan sus ingresos; y
- Profundizar el mercado de soles a través del desarrollo de fuentes de financiamiento a largo plazo, para lo cual se debe aprovechar el desarrollo de los fondos de pensiones.

Para alcanzar dichos objetivos serían necesarias medidas monetarias y de regulación.

7.1 Medidas monetarias

- Reducir el encaje para las captaciones en soles (depósitos o certificados) a plazos mayores de 180 días. Esto permitiría incentivar el fondeo en soles a plazos largos y favorecería la remonetización.
- Elevar el encaje para los fondeos con adeudos del exterior, en especial de corto plazo. De este modo, se favorece el ahorro interno y se reduce la vulnerabilidad a cambios bruscos del mercado de capitales, como ha ocurrido anteriormente.
- Emitir certificados de depósito BCR en soles a plazos mayores de 360 días y, en el mediano plazo, lograr que el plazo promedio de sus certificados sea de, al menos, 48 semanas para fines de 2001 (en 2000 se logró incrementar el plazo promedio de 9 a 24 semanas). De esta manera, se profundiza el mercado en soles y se establece una curva base de tasas de interés en soles, que permite incentivar la emisión de instrumentos de deuda privada en moneda nacional.

- Evitar recurrir a las subastas de fondos del Banco de la Nación, pues presionan las tasas de interés en soles al alza. Afortunadamente, desde abril de 1999, ya no se hacen.
- Elevar el costo o inhibir al BCR de efectuar operaciones de compra temporal de moneda extranjera (*swaps*), pues evitan la remonetización del sistema financiero (al abaratar el costo de no tener los soles suficientes para sus operaciones o para cubrir sus requerimientos) y, además, aseguran y limitan el costo de incurrir en posiciones largas en dólares (el máximo entre la devaluación y la comisión cobrada), mientras que no se premia lo contrario.

7.2 Medidas regulatorias

- Igualar los requerimientos de liquidez de corto plazo en ambas monedas (actualmente equivalentes al 20% en dólares y solo al 8% en soles, de sus pasivos de corto plazo por moneda respectiva).
- Requerir el cumplimiento de ratios de liquidez (activos/pasivos) mínimos por plazo de vencimiento estimado (1, 3, 6, 12 y 24 meses, al menos) e iguales por monedas.
- Establecer requerimientos patrimoniales adicionales por colocaciones en moneda extranjera sin el respectivo calce de fondeo por moneda, monto y plazo¹⁸. Las brechas intermedias no se deberían 'netear' o deberían restringirse.
- Solicitar a los bancos pruebas de tensión o escenarios muy pesimistas (*stress test*) para sensibilizar sus carteras a posibles futuros choques externos en el tipo de cambio, como los ocurridos de 1997 a 1999.
- Establecer requerimientos de capital adicionales por la exposición cambiaria indirecta, en el caso de créditos otorgados en moneda distinta a la de la generación de ingresos de los receptores de créditos. Actualmente, no se contemplaba límite alguno por parte de los órganos supervisores. De hecho, a dichos clientes se les debería otorgar una línea adicional por riesgo cambiario, como se hace ahora con las empresas que desean comprar o vender futuros u opciones de monedas extranjeras.
- Propiciar la emisión de instrumentos de deuda en soles a plazos mayores de 3 años, por parte de las instituciones financieras. En la medida que los bancos financien a sus clientes en la misma moneda en la que generen sus ingresos, se reduce el riesgo crediticio y, por tanto, extraordinariamente, se pueden reducir los requerimientos de provisiones por la mayor certidumbre y menor riesgo en el pago de dichas deudas. Inclusive, la emisión de bonos a tasa fija permitiría a los bancos ofrecer financiamiento

18. Actualmente, hay requerimiento patrimonial por riesgos de mercado aplicable a cubrir riesgo cambiario, pero en él no se contemplan las colocaciones, sino solo activos por divisas (disponible, inversiones financieras, renta fija y variable y otros) más compras a futuro y pasivos por divisas (depósitos, adeudados de matriz, otros adeudados y otros) más ventas a futuro y opciones.

a sus clientes en soles y a tasa fija, como lo hacen las empresas de arrendamiento financiero de manera más activa, pero en dólares.

- A futuro podría establecerse límites en función de los descalces entre las duraciones de los activos y pasivos por monedas, incluyendo derivados.

8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. Una economía altamente dolarizada, como la del Perú, no es sinónimo de una economía altamente indexada al dólar, porque aún los precios de los bienes que se negocian en dólares no conservan su valor en dicha moneda, al ser bienes no transables, pero sí conservan su valor en términos de soles porque en esta moneda se forma su demanda relevante. Solo el sector transable está efectivamente indexado al dólar, pero este es pequeño respecto del total de la economía.
2. La teoría de la paridad de poder de compra, al cumplirse en el largo plazo, no impide que los descalces entre inflación y devaluación, en el corto y mediano plazos (reflejados en el bajo coeficiente de transmisión registrado desde 1998 y 1999), tengan serias consecuencias negativas para los agentes económicos, cuya estructura de financiamiento está descalzada por monedas con respecto de sus ingresos, lo cual en forma agregada tiene serias consecuencias recesivas para toda la economía en general.
3. De acuerdo con la teoría de paridad de tasas de interés, la tasa libre de riesgo en soles debería ser igual a la tasa libre de riesgo en dólares más la devaluación esperada del sol respecto del dólar. Sin embargo, la diferencia sostenida entre la devaluación esperada y la devaluación ocurrida entre 1997 y 2000 explica por qué, en general, las estructuras de las tasas de interés en el sistema financiero han introducido incentivos perversos que evitan solarizar los depósitos y las colocaciones y, por tanto, inhiben un proceso de desdolarización. En el caso de las tasas de interés activas en dólares y en soles, la brecha ha sido tal (de 15% a 20% entre la TAMN y la TAMEX) que ha resultado más barato incurrir en el riesgo cambiario de endeudarse en dólares y no en soles, ya que la devaluación efectivamente ocurrida fue menor (de 1,5% a 15,7%, es decir, 8,2% anual en promedio). En el caso de las tasas de interés pasivas en dólares y en soles, la brecha (de 5 a 7% entre la TIPMN y la TIPMEX) ha hecho que resulte menos rentable ahorrar en soles que en dólares, pues la prima ofrecida por ahorrar en soles en promedio no ha compensado siquiera la devaluación efectivamente ocurrida.

4. El deterioro dramático de las carteras de crédito en el Perú se debió a que cuatro supuestos implícitos en las evaluaciones crediticias de las instituciones financieras, dejaron de cumplirse entre 1998 y 1999: a) que los descalces entre inflación y devaluación no eran sustanciales, permanentes ni desfavorables; b) que tener una economía altamente dolarizada implicaba que sus agentes económicos tenían su capacidad de pago protegida contra la devaluación (debido al supuesto anterior); c) que los valores de las garantías, al tener precios pactados en dólares, estaban protegidos contra la devaluación (como si fueran bienes transables); y d) que la decisión de financiar(se) en soles o en dólares era irrelevante para el flujo de caja; es decir, que financiar(se) en dólares no sobreestimaba la capacidad de pago de los deudores con ingresos en soles ni añadía incertidumbre sobre los flujos de caja proyectados.
5. En el caso de las instituciones financieras, el descalce cambiario trasladado a sus clientes no los perjudicó, mientras que el riesgo cambiario no influyó en el riesgo crediticio de sus carteras, pero a partir de las evoluciones de la inflación y la devaluación entre 1998 y 1999, el perjuicio se hizo evidente. La importancia del riesgo cambiario en el riesgo crediticio de las carteras de créditos es clara, pues el traslado del descalce cambiario dejó de ser un juego de suma nula para transformarse en uno de suma negativa, en un escenario en el que todos se han visto perjudicados. Este aspecto crediticio requiere una evaluación y un tratamiento inexistentes en el sistema financiero en general. Esto se debería traducir en un requerimiento de patrimonio efectivo adicional a las instituciones financieras, por el impacto adicional en el riesgo crediticio derivado del descalce cambiario de sus clientes o, eventualmente, en una disminución de las provisiones para los créditos otorgados a clientes que sí se encuentran calzados por monedas (cubiertos del riesgo cambiario).
6. Actualmente no es conveniente dolarizar plenamente la economía del Perú, porque ya contamos con los beneficios que dicha acción la justificarían: a) una economía estabilizada; b) un fondeo de mediano y largo plazo posible de obtenerse con soles VAC a largo plazo (AFP, seguros de vida, CTS) y a mediano plazo (emisión de bonos subordinados y de arrendamiento financiero, depósitos a plazo e inclusive ahorros); c) una dolarización plena no inmuniza a una economía contra choques externos, sino de hecho la agrava; d) no elimina el riesgo país; y e) no evita hacer las reformas estructurales pendientes. Además, está todo el tema del impacto negativo de la dolarización sobre las acciones de política monetaria, la pérdida de señoreaje y la desaparición del banco central como prestamista de última instancia.
7. Con miras a "desestrangular" la economía, es necesario implementar una serie de medidas monetarias y regulatorias que permitan igualar los actuales desventajasos

incentivos y condiciones de competencia del sol frente al dólar. La actual dolarización creciente del programa MiVivienda (y la potencial dolarización del programa Techo Propio) es un claro ejemplo de ello: todo el riesgo cambiario de largo plazo está siendo asumido por los estratos más bajos de la población (y por el Estado), ya que sus sueldos y salarios han tenido una muy baja correlación con la devaluación. El Estado debería incentivar un mayor acceso a información imparcial, clara y confiable por parte de los demandantes de crédito, incluyendo simulaciones de costo real proyectado en soles con los desempeños históricos de la inflación (para créditos en soles VAC) y de la devaluación (para créditos en dólares). Debe tenerse en cuenta que el BCR, al adoptar un esquema de metas explícitas de inflación, en lugar de la anterior meta de crecimiento de la emisión primaria, hace más predecible y menos volátil el comportamiento de la inflación futura (estimada en 2,5% con una tolerancia máxima de desvío de +/-1%) y, a su vez, más predecible el comportamiento del costo de los créditos en soles VAC. Sin embargo, el compromiso del BCR con el tipo de cambio es solo de evitar fluctuaciones bruscas, pero no fijar un tipo de cambio ni una meta de devaluación, lo cual hace menos predecible el comportamiento del costo de los créditos en dólares, a largo plazo, en términos de soles.

BIBLIOGRAFÍA

- Barquero, José y Ferrán Huertas (1997). *Manual de Banca, finanzas y seguro*. Barcelona, España: Ediciones Gestión 2000.
- Casilda B., Ramón, Prosper Lamothe F. y Manuel Monjas B. (1997). *La banca y los mercados financieros*. Madrid, España: Alianza editorial.
- Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (1997). *Principios básicos para una supervisión básica efectiva*. Basilea, Suiza.
- Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria y Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Seguridad (1998). *Esquema para la información de supervisión acerca de actividades de comercio y derivados*. Basilea, Suiza.
- Fernández-Baca, Jorge (1993). *Dinero, precios y tipo de cambio*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 3ra. edición 2000.
- Hausmann, Ricardo y Liliana Rojas-Suárez (compiladores) (1997). *Las crisis bancarias en América Latina*. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Jiménez S., Renzo y Claudia Monsalve Z. (2000). "Medición y control del riesgo de liquidez en las instituciones financieras". Trabajo de Investigación de Magíster en Finanzas. Lima: Universidad del Pacífico, Escuela de Postgrado.
- Knight, Frank H. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston: Hart, Schaffner & Marx, Houghton Mifflin Company. Versión electrónica en Internet: Library of Economics and Liberty. Boston (<http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP1.html>).
- López P., Joaquín y Sebastián González A. (1998). *Gestión bancaria: los nuevos retos en un entorno global*. España: McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.U.
- Parodi T., Carlos (2001). *Globalización y crisis financieras internacionales: causas, hechos, lecciones e impactos económicos sociales*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- Rodríguez, Martha y Julio Velarde (2001). *Efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana 1997-1998*, Serie Documento de Trabajo, N° 36. Lima: CIUP, Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES).
- Saunders, Anthony (1997). *Financial Institutions Management: A Modern Perspective*. Boston: Irwin, McGraw Hill. 2da. edición.
- Superintendencia de Banca y Seguros (1998). "Circular N° B-2023-98: Presentación del Anexo N° 16 Activos y Pasivos por Plazo de Vencimiento". Mimeo. Lima: octubre (versión electrónica en Internet: <http://www.sbs.gob.pe/>).
- Superintendencia de Banca y Seguros (1998). "Resolución S.B.S. 622-98: Normas para la Gestión de Tesorería". Mimeo. Lima: junio (versión electrónica en Internet: <http://www.sbs.gob.pe/>).
- Superintendencia de Banca y Seguros (1998). "Resolución S.B.S. 509-98: Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado". Mimeo. Lima: mayo (versión electrónica en Internet: <http://www.sbs.gob.pe/>).
- Superintendencia de Banca y Seguros (1995). "Circular N° B-1969-95: Reporte de Tesorería N° 11". Mimeo. Lima: marzo (versión electrónica en Internet: <http://www.sbs.gob.pe/>).

FUENTES

Banco Central de Reserva del Perú (www.bcrp.gob.pe)

Banco de Crédito del Perú (www.viabcp.com)

Diario *Gestión* (www.gestion.com.pe)

Diario *El Comercio* (www.elcomercioperu.com.pe)

Instituto Nacional de Estadística e Informática (www.inei.gob.pe)

Ministerio de Trabajo (www.mtpe.gob.pe)

Superintendencia de Banca y Seguros (www.sbs.gob.pe)