

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA

**FACULTAD DE INGENIERIA ECONÓMICA Y
CIENCIAS SOCIALES**



**“Riesgos y Oportunidades de una Dolarización
Completa de la Economía Peruana”**

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE :

INGENIERO ECONOMISTA

**POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACIÓN DE
CONOCIMIENTOS**

ELABORADO POR:

Rudy Meyer Laguna Inocente

Lima – Perú

2003

Dedicatoria

“A mis padres Santos Laguna y Eufronia Inocente ... por haber respetado y apoyado siempre mis decisiones ... por haber formado la persona que ahora soy ..., y en especial, para Alberto Kipersztok Feinstein a quien siempre llevo en mi mente y en mi corazón”

I. Currículum Vitae

RUDY MEYER LAGUNA I.

Mz. 32, Lt. 5, Urb. Bayovar - S.J.L.

392-7095 / rlaguna@mef.gob.pe



RESUMEN

Joven profesional en Ingeniería Económica, con especialización y experiencia en finanzas, análisis económico, econométrico, riesgos de mercados, valuación de empresas, preparación y evaluación de proyectos y reestructuración empresarial. Orientación hacia las finanzas corporativas. Aptitud para la pedagogía. Habilidad para trabajar en equipo. Sobresaliente trayectoria académica.

ESTUDIOS REALIZADOS

EDUCACION SUPERIOR

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA - UNI

Facultad de Ingeniería Económica

Bachiller en Ingeniería Económica, Segundo puesto de la promoción

Abril 1992 - Diciembre 1996

ESPECIALIZACION

ESCUELA DE ADMINISTRACION DE NEGOCIOS PARA GRADUADOS - ESAN

Análisis y Control Financiero en la Gestión de Empresas

Análisis de Ratios Financieros, Planeamiento Estratégico, Presupuestación, Evaluación de Proyectos, Tesorería, Créditos y Cobranzas, Inventarios, Control de Costos y the Balanced Scorecard

Junio 2001 - Julio 2001

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU - BCRP

Gerencia de Estudios Económicos

45° Curso de Extensión Universitaria

Especialización en Análisis Económico, Financiero y Econométrico

Enero 1998 - Marzo 1998

EXPERIENCIA LABORAL

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS - MEF

Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales – Sector Real

| | | | | | | |
|------------------------|---------------------------------------|--|---------------------|-------------------------------------|-----------------|---------------------------------------|
| <i>Período</i> | : | <i>Febrero 2002 – Actualidad</i> | | | | |
| <i>Cargo</i> | : | <i>Consultor</i> | | | | |
| <i>Responsabilidad</i> | : | <i>Análisis económico, entre las funciones que realizo destacan:</i> <ul style="list-style-type: none">① <i>Elaboración del Marco Macroeconómico Multianual (MMM), proyección de variables macroeconómicas de la economía peruana para el corto y mediano plazo.</i>② <i>Determinación de índices de distribución de recursos:</i><table><tr><td><i>Canon Minero</i></td><td><i>168 millones de nuevos soles</i></td></tr><tr><td><i>Foncomun</i></td><td><i>1,400 millones de nuevos soles</i></td></tr></table>③ <i>Elaboración de informes de opinión (Proyectos de Ley, Autógrafas, etc.) sobre los sectores minería, hidrocarburos y construcción.</i>④ <i>Elaboración de informes sectoriales para el Boletín de Transparencia Fiscal (BTF), documento que publica el MEF en diversos medios de comunicación.</i> | <i>Canon Minero</i> | <i>168 millones de nuevos soles</i> | <i>Foncomun</i> | <i>1,400 millones de nuevos soles</i> |
| <i>Canon Minero</i> | <i>168 millones de nuevos soles</i> | | | | | |
| <i>Foncomun</i> | <i>1,400 millones de nuevos soles</i> | | | | | |

MAXIMIXE CONSULT S.A.

Departamento de Estudios Económicos

| | | |
|------------------------|---|---|
| <i>Período</i> | : | <i>Setiembre 2000 – Febrero del 2002</i> |
| <i>Cargo</i> | : | <i>Analista Principal y Coordinador de Proyectos</i> |
| <i>Responsabilidad</i> | : | <i>Análisis y seguimiento de diversos sectores y mercados de la economía, entre los que destacan:</i> <ul style="list-style-type: none">① <i>Inflación y Tipo de Cambio</i>② <i>Moneda y Banca</i>③ <i>Sistema Financiero</i>④ <i>Construcción</i>⑤ <i>Inmobiliario</i> <p><i>Asimismo, era responsable de los análisis econométricos realizados en la empresa y lideré diversos proyectos y consultarías, principalmente relacionadas al análisis financiero, valorización de empresas y reestructuración empresarial.</i></p> |

ORBAL CONSULTORES ASOCIADOS S.A.

Área de Consultoría

| | | |
|------------------------|---|--|
| <i>Periodo</i> | : | <i>Agosto 1998 – Setiembre 2000</i> |
| <i>Cargo</i> | : | <i>Analista Económico Financiero de Empresas - Consultor Principal</i> |
| <i>Responsabilidad</i> | : | <i>① Gestión y supervisión financiera de empresas</i> <i>② Realizar planes estratégicos</i> <i>③ Elaboración de flujos de caja proyectados</i> <i>④ Elaborar presupuestos.</i> <i>⑤ Negociación y reestructuración de pasivos</i> <i>⑥ Diagnosticar la situación económica y financiera de empresas</i> <i>⑦ Elaborar planes de reestructuración empresarial, entre otros.</i> |

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

Gerencia de Estudios Económicos - Departamento de Entidades Gubernamentales

| | | |
|------------------------|---|---|
| <i>Periodo</i> | : | <i>Abril 1997 – Octubre 1997</i> |
| <i>Cargo</i> | : | <i>Practicante</i> |
| <i>Responsabilidad</i> | : | <i>Análisis y seguimiento de las finanzas públicas.</i> |

CURSOS Y SEMINARIOS

| | |
|---|------------------|
| ENERGIA PARA EL PROGRESO: DESAFIOS DE UNA AGENDA PENDIENTE | <i>Set. 2002</i> |
| <i>Ministerio de Energía y Minas y Sociedad Nacional de Minería</i> | |
| MODELOS ECONOMICOS Y ECONOMETRICOS | <i>Dic. 1996</i> |
| <i>Facultad de Ciencias Económicas de la Univ. Nac. Mayor de San Marcos</i> | |
| ORATORIA Y DESARROLLO DE LA PERSONALIDAD | <i>Feb. 1996</i> |
| <i>Organización Internacional NUEVA ACROPOLIS DEL PERU</i> | |
| BOLSA Y BANCA INTERNACIONAL | <i>Dic. 1995</i> |
| <i>Centro Cultural SAMA</i> | |
| CULTURA EMPRENDEDORA Y LIDERAZGO EMPRESARIAL | <i>Nov. 1994</i> |
| <i>Cofide</i> | |
| REDACCION DE INFORMES TECNICO-ECONOMICOS | <i>Set. 1994</i> |
| <i>Facultad de Ingeniería Económica – UNI</i> | |

OTRAS ACTIVIDADES

EXPERIENCIA COMO DOCENTE

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA - UNI

| | |
|--|--------------------|
| <i>Jefe de Practicas de Econometría</i> | <i>1999 - 2000</i> |
| <i>Jefe de Practicas y Responsable de Laboratorios de Series de Tiempo</i> | <i>2002</i> |
| <i>Profesor de Econometría II</i> | <i>Actualmente</i> |

INGLES INTERMEDIO

Centro de Idiomas de la Universidad del Pacifico

Instituto Cultural Peruano Norteamericano -ICPNA

Langrow – Language to Grow

DOMINIO DE SOFTWARE DE USO COMERCIAL

Excel con sus aplicaciones estadísticas y financieras, Lotus, Word Windows, Power Point, Visio, Paint, Pagemaker, Acrobat, Outlook Express, Internet, Derive (Programa Matemático), Tramo Seats y Econometric Views (Programas Económicos).

DATOS PERSONALES

Peruano, Soltero, 29 años de edad.

II. Informe de Suficiencia

Contenido

| | |
|---|-----------|
| Introducción | 01 |
| CAPITULO I: Marco Teórico | 03 |
| 1.1 Oferta y Demanda de Dinero | 03 |
| 1.1.1 Dinero | 03 |
| 1.1.2 Demanda de Dinero | 04 |
| 1.1.3 Oferta de Dinero | 04 |
| 1.2 Regímenes Cambiarios | 04 |
| 1.2.1 Tipos de Cambio Flexibles | 04 |
| 1.2.2 Regímenes Intermedios | 05 |
| 1.2.3 Tipos de Cambio Fijos (Rígidos) | 05 |
| 1.3 Régimen de Tipo de Cambio Fijo | 06 |
| CAPÍTULO II: Dolarización | 08 |
| 2.1 Definición | 08 |
| 2.2 Tipos de Dolarización | 10 |
| 2.2.1 Dolarización Parcial o Informal | 10 |
| 1. Dolarización Tipo I: Medio de Cambio | 10 |
| 2. Dolarización Tipo II: Unidad de Cuenta | 10 |
| 3. Dolarización Tipo III: Depósito de Valor | 10 |
| 2.2.2 Dolarización Completa u Oficial | 11 |
| 2.3 Evolución de la Dolarización en el Perú | 13 |
| 2.3.1 Principales hechos Estilizados de la Dolarización Peruana | 16 |
| 1. Sustitución de Activos y no Sustitución Monetaria | 16 |

| | | |
|---|--|-----------|
| 2. | Descalce de monedas y de maduración | 18 |
| 3. | Choques Externos y Precios relativos | 20 |
| CAPÍTULO III | Riesgos y Oportunidades de Dolarizar una Economía | 21 |
| 3.1 | Dolarización Parcial o Informal | 21 |
| 3.2 | Dolarización Completa u Oficial | 24 |
| 3.2.1 | Riesgos de una Dolarización Completa | 25 |
| 1. | Pérdida del Señoreaje | 25 |
| 2. | Proceso de Transformación | 28 |
| 3. | Pérdida de la Política Monetaria en el Desempeño Inflacionario | 28 |
| 4. | Problemática de Shocks Externos | 29 |
| 5. | Aval de la Reserva Federal de los Estados Unidos | 32 |
| 3.2.2 | Oportunidades de una Dolarización Completa | 32 |
| 1. | Eliminación del Riesgo Cambiario | 32 |
| 2. | Reducción del Spread | 33 |
| 3. | Particularización de los Shocks Externos | 34 |
| 4. | Convergencia a la Inflación de los Estados Unidos | 35 |
| 5. | Disciplina Fiscal y Macroeconómica | 35 |
| 6. | Integración Financiera | 36 |
| 7. | Reducción de Costos de Transacción | 36 |
| 8. | Beneficios Sociales | 37 |
| 9. | Transparencia de Problemas Estructurales | 37 |
| CAPÍTULO IV: Algunas Experiencias sobre Dolarización | | 38 |
| 4.1 | Caso Panameño | 38 |
| 4.1.1 | Características de la Economía Panameña | 38 |

| | | |
|-------|--|-----------|
| 4.1.2 | Sistema Monetaria y Bancario Panameño | 39 |
| 4.1.3 | Costos y Beneficios de la Dolarización Panameña | 41 |
| 4.2 | Dolarización Ecuatoriana | 43 |
| 4.2.1 | Antecedentes | 43 |
| 4.2.2 | Dolarización de la Economía | 45 |
| 4.2.3 | Evaluación de la Dolarización | 47 |
| 4.3 | Experiencia Argentina | 52 |
| 4.3.1 | Antecedentes | 52 |
| 4.3.2 | Esquema de la Convertibilidad Argentina | 53 |
| 4.3.3 | Algunas Lecciones del Caso Argentino | 55 |
| | CAPÍTULO V: Dolarización de la Economía Peruana | 58 |
| 5.1 | Opinión Favorable sobre la Dolarización | 58 |
| 5.2 | Opinión Desfavorable sobre la Dolarización | 61 |
| | CAPÍTULO VI: Conclusiones y Recomendaciones | 64 |
| 6.1 | Conclusiones | 64 |
| 6.2 | Recomendaciones | 67 |
| | Bibliografía | 71 |

Introducción

La culminación del sistema de tipo de cambio fijo establecido en Bretton Woods y el consecuente paso hacia el sistema de tipo de cambio flexible, a comienzos de la década del 70, y las inusuales fluctuaciones cambiarias que comenzaron a observarse desde entonces, hicieron retomar el interés en los aspectos internacionales de la política monetaria y cambiaria, lo cual ha hecho más difícil el viejo dilema que enfrentan los países, principalmente los subdesarrollados, para establecer un régimen de tipo de cambio en un contexto caracterizado por la existencia de opciones cambiarias más variadas y complejas.

A medida que los países se han ido integrando cada vez más en el comercio y los mercados de capital internacionales, la decisión sobre qué sistema cambiario debería adoptar un país específico ha ganado complejidad. Han surgido nuevos problemas y, con ellos, nuevas soluciones para el planteamiento de cuál será el mejor régimen cambiario que fomente los objetivos de desarrollo de cada país. *Una de las recientes "soluciones" es la completa dolarización de la economía, en virtud del cual un país abandona oficialmente su propio patrón monetario - en el caso del Perú sería los Nuevos Soles - y adopta como patrón monetario de curso legal una moneda más estable de otro país, que en la mayoría de los casos es la moneda norteamericana (dólar de los Estados Unidos).*

Las experiencias de las crisis mexicana, asiática y brasileña observadas en la década pasada, y recientemente la crisis argentina, han demostrado cuán vulnerables son las economías en desarrollo y cómo la percepción del mercado se basa no en un país en particular sino en toda una región. En este escenario de crisis recurrentes, diversos países en desarrollo se formulan la siguiente pregunta: ¿Es conveniente dolarizar completamente una economía para protegerse de inestabilidades económicas y

de esta forma sentar la base para un crecimiento sostenido en el tiempo?, ¿Compensan las oportunidades a los riesgos en caso que un país abandone su propia moneda?.

La respuesta es compleja y, en última instancia, depende de las características específicas de cada país. Así, en el caso peruano inquieta la pregunta: ¿es conveniente una dolarización completa de la economía peruana cuyo sistema financiero se caracteriza por tener un alto grado de dolarización (aún parcial) donde alrededor del 68% de los activos y más del 80% de los pasivos están expresados en dólares norteamericanos. *Creemos que la opción de una dolarización completa de nuestra economía será un aspecto central de debate en los próximos años*, lo cual, de optarse por dicha alternativa será un factor importante para el desarrollo de nuestra economía en el mediano plazo, sobre todo dentro del contexto de un mundo cada vez más globalizado y por tanto más expuesto a los eventos internacionales.

Es en este contexto que el presente documento tiene como objetivo resumir las principales ideas vertidas hasta la actualidad sobre una posible dolarización completa de nuestra economía y hacer una evaluación objetiva de los riesgos y oportunidades que implicarían optar por tan importante decisión. Al final del documento se presentan las principales conclusiones encontradas en el estudio y se plantean algunas recomendaciones para el caso de la economía peruana.

CAPÍTULO I

Marco Teórico

1.1 Oferta y Demanda de Dinero

1.1.1 Dinero

El dinero es un activo financiero fundamental en todas las economías modernas. La definición de dinero es compleja. Los billetes y monedas son, obviamente, dinero, pero ¿qué hay de las cuentas corrientes, de las cuentas de ahorro?, ¿cuál es el límite entre dinero y otro tipo de activos financiero?. Por efectos prácticos, los economistas han inventado *una clasificación de distintos tipos de dinero y “cuasidineros”, dependiendo del grado en el que los distintos tipos de activos cumplen con las principales funciones del dinero, es decir, como medio de cambio, como unidad de cuenta y como reserva de valor.*

El principal criterio para definir “dinero” es la facilidad con la que un activo puede usarse para hacer transacciones, y particular la liquidez del activo. La liquidez es la capacidad de un activo de convertirse en efectivo si perder su valor. El dinero en efectivo (billetes y monedas) es el activo más líquido, contra el cual se juzgan todos los demás activos financieros, y a partir del cual se definen los distintos tipos de dinero.

1.1.2 Demanda de Dinero

Generalmente, *las teorías sobre demanda de dinero parten de la función especial del dinero como medio de cambio*. El dinero proporciona “servicios de liquidez” que otros activos no pueden proveer, la utilidad del dinero como medio para realizar transacciones explica por que las personas mantiene dinero a pesar de que éste tiende a estar dominado por otros activos (se dice que el dinero es un “activo dominado”). Esta expresión significa que otros activos, como los Certificados de Depósitos del Banco Central, son tan seguros como el dinero en términos de inversión financiera, y además, pagan una mejor tasa de interés.

1.1.3 Oferta de Dinero

Normalmente, los países cuentan con una institución oficial que tiene la autoridad legal para emitir dinero: el Banco Central. Esta institución posee diversos tipos de activo, tales como Certificados de Depósitos, reservas en moneda extranjera, oro, entre otros. Entre sus pasivos se cuenta el dinero de alto poder expansivo o base monetaria, los depósitos de las instituciones financieras y los depósitos del gobierno. La oferta de dinero de la economía varía cuando el Banco Central compra o vende activos a cambio de moneda local.

1.2 Regímenes Cambiarios

1.2.1 Tipos de Cambio Flexibles

- *Flotación libre*, definida como aquella en la que no se da ninguna intervención regular en el mercado de divisas.

- **Flotación administrada**, está ausente una meta específica para el tipo de cambio y el Banco Central interviene para evitar fluctuaciones exageradas (flotación sucia).

1.2.2 Regímenes Intermedios

- **Banda cambiaria**, cuando el tipo de cambio flota entre determinados límites y en torno a una paridad central.
- **Fijación a una canasta**, no a una sola moneda foránea, sino a un promedio ponderado de otras monedas.
- **Minidevaluaciones (crawling peg)**, la política consiste en preanunciar pequeñas devaluaciones cada cierto período.
- **Fijación adaptable**, se fija el tipo de cambio, pero sin compromiso expreso de resistirse a una devaluación o a una revaluación ante la presencia de elevados desequilibrios de balanza de pagos.

1.2.3 Tipos de Cambio Fijos (Rígidos)

- **Fijación oficial**, se congela y se tiene la intención de mantener el tipo de cambio a un determinado nivel (con intervención del Banco Central).
- **Caja de conversión**, la fijación se da por Ley (no sólo por voluntad), la base monetaria de la economía está respaldada y varía en función a la cantidad de divisas foráneas. Asimismo, los déficit de balanza de pagos llevan a restringir la política monetaria, ajustando así automáticamente el gasto.

- **Dolarización**, se adopta una moneda extranjera como dinero legal, que puede ser unilateral o acordada intergubernamentalmente.
- **Unión monetaria**, cuando varios países adoptan una moneda común, distinta a la de cualquiera de los miembros que la componen.

Como se puede observar la dolarización se encuentra dentro del régimen de tipo de cambio fijo. A continuación desarrollaremos este régimen cambiario, no se profundizará en los conceptos respecto a los tipos de cambio no fijos, ni tampoco respecto a la fijación oficial y a la caja de conversión, el presente estudio se centrará en la dolarización.

1.3 Régimen de Tipo de Cambio Fijo

En un sistema de cambio fijo el Banco Central fija el precio relativo entre la moneda local y una moneda extranjera. Este precio fijo suele llamarse el valor a la par de la moneda.

¿Cómo fija el Banco Central los Tipos de Cambio?. Para mantener el tipo de cambio constante, el Banco Central de Reserva debe estar siempre dispuesto a intercambiar divisas a un tipo de cambio fijo con los otros agentes que intervienen en el mercado. Por ejemplo, para fijar el tipo de cambio del Nuevo Sol respecto al dólar en 3.52 Nuevos Soles por dólar, el Banco Central de Reserva del Perú debe aceptar comprar Nuevos Soles con sus reservas de dólares, y en cualquier cantidad que el mercado lo solicite, a un tipo de cambio de 3.52 Nuevos Soles por dólar.

El banco también debe estar dispuesto a comprar cualquier cantidad de activos denominados en dólares que el mercado quiera vender, para obtener Nuevos Soles a dicho tipo de cambio. Si

el Banco Central peruano, interviniendo en el mercado, no eliminase posibles excesos de oferta o de demanda de Nuevos Soles peruanos, se tendría que modificar el tipo de cambio y por consiguiente dejaría de ser un régimen de tipo de cambio fijo. El Banco Central sólo puede tener éxito en su intento de mantener el tipo de cambio fijo, si sus transacciones financieras aseguran que los mercados permanecen en equilibrio cuando el tipo de cambio esta en su nivel fijado.

Por su parte, la dolarización completa de una economía, entendida como el proceso donde el dinero extranjero (dólar) reemplaza al dinero doméstico (Nuevos Soles), se enmarca dentro de los sistemas de tipos de cambio fijos.

CAPÍTULO II

Dolarización

2.1 Definición

Un concepto amplio de dolarización es el que se *refiere a cualquier proceso donde el dinero extranjero reemplaza al dinero doméstico de un país en cualquiera de sus tres funciones*. En efecto, la dolarización de una economía es un caso particular de sustitución de la moneda local por el dólar estadounidense como *reserva de valor, unidad de cuenta y como medio de pago y de cambio*, sin embargo, no hay que perder de vista la perspectiva amplia del concepto de dolarización que tiene en este caso un uso genérico: por dólar de Estados Unidos cabe entender cualquier otra moneda; la situación significa que un país utiliza siempre la moneda de otro. Los elementos que se plantean son idénticos ya se trate, por ejemplo, de los países que utilizan el rand africano, lira turca, franco suizo o posiblemente un país de Europa Oriental que esté evaluando adoptar el euro como patrón monetario de uso legal.

El proceso de dolarización puede tener diversos orígenes, uno es *por el lado de la oferta que significa la decisión autónoma y soberana de un país que resuelve utilizar como moneda genuina el dólar*, este es el caso por ejemplo de Panamá. Otro origen posible, *por el lado de la demanda, es como consecuencia de las decisiones de cartera de los individuos y empresas*

que pasan a utilizar el dólar como moneda, al percibirlo como refugio ante la pérdida del valor de la moneda doméstica en escenarios de alta inestabilidad de precios y del tipo de cambio. El uso del dólar deriva, en este último caso, de la conducta preventiva de la suma de individuos que, racionalmente, optan por preservar el valor de su riqueza manteniéndola en dólares y refugiándose así del devastador efecto de las devaluaciones y la alta inflación. Cuando la dolarización es un proceso derivado de decisiones de los individuos es muy difícil pensar en su reversión.

Actualmente, existe un pequeño número de países entre naciones independientes y territorios dependientes que han adoptado oficialmente una moneda extranjera como moneda de curso legal (Pereyra y Quispe 2001). *Bogetic identifica alrededor de 20 países y territorios con economías oficialmente "dolarizadas" o que han adoptado algún patrón monetario externo, incluyendo tanto territorios dependientes con un alto grado de autonomía, así como casos limítrofes que podrían ser contados como parte de una metrópoli. Siete son miembros del Fondo Monetario Internacional – FMI (véase el Cuadro N° 1):*

| Cuadro N° 1 Economías Completamente Dolarizadas en el Mundo (1999) | | |
|--|---|--|
| Países | Régimen Político | Tipo de Moneda |
| Panamá | Independiente | Dólar Norteamericano y Monedas Locales |
| Ecuador ¹¹ | Independiente | Dólar Norteamericano |
| Palau | Independiente | Dólar Norteamericano |
| Islas Marshall | Independiente | Dólar Norteamericano |
| Micronesia | Independiente | Dólar Norteamericano |
| Guam | Territorio de Estados Unidos | Dólar Norteamericano |
| Samoa (Estados Unidos) | Territorio de Estados Unidos | Dólar Norteamericano |
| Islas Vírgenes (Estados Unidos) | Territorio de Estados Unidos | Dólar Norteamericano |
| Islas Vírgenes (Reino Unido) | Dependencia Británica | Dólar Norteamericano |
| Puerto Rico | Comunidad de Naciones de los Estados Unidos | Dólar Norteamericano |
| Islas Marianas del Norte | Comunidad de Naciones de los Estados Unidos | Dólar Norteamericano |
| Kiribati | Independiente | Dólar Australiano y Monedas Locales |
| Tuvalu | Independiente | Dólar Australiano y Monedas Locales |
| Nauru | Independiente | Dólar Australiano |
| Liechtenstein | Independiente | Franco Suizo |
| Mónaco | Independiente | Franco Francés y Euro |
| Santa Helena | Colonias Británicas | Libra Esterlina |
| Chipre del Norte | Independiente en Facto | Lira Turca |
| Groenlandia | Territorio Danés Autónomo | Corona Danesa |
| Islas Cook | Territorio Neozelandés Autónomo | Dólar Neocelandés |

¹¹ La Ley de la dolarización entró en vigencia el 13 de marzo del 2000.

Fuente: *Bogetic 1999* Elaboración: *Propia*

2.2 Tipos de Dolarización

La literatura reciente establece básicamente dos tipos de dolarización: *economías parcialmente dolarizadas* (que a su vez puede ser de tres tipos: Dolarización Tipo I - medio de cambio, Dolarización Tipo II - unidad de cuenta y Dolarización Tipo III - depósito de valor) y *economías completamente dolarizadas*.

2.2.1 Dolarización Parcial o Informal

Dependiendo del tipo de función del dinero (moneda local) que es asumido por la moneda extranjera, la dolarización parcial puede clasificarse en tres tipos (Ball 2000):

1. Dolarización Tipo I: Medio de Cambio

En este tipo de dolarización, la moneda extranjera (los dólares) son utilizados como medio de cambio o transacción.

2. Dolarización Tipo II: Unidad de Cuenta

Cuando los dólares son utilizados como unidad de cuenta.

3. Dolarización Tipo III: Depósito de Valor

Si los dólares son utilizados como depósito de valor.

En los tres casos suponen que la dolarización de la economía es parcial, es decir, que la moneda nacional (nuevo sol) también es usada y en general cumplen las tres funciones del

dinero. En la práctica, **una dolarización de Tipo I por lo general implica una dolarización de los tipos II y III**. Asimismo, una dolarización de Tipo II implica una de Tipo III, pero lo contrario no se cumple. La **sustitución monetaria**, que será discutido más adelante, se refiere a las dolarizaciones Tipo I y Tipo II, y la **sustitución de activos** a la dolarización del Tipo III.

2.2.2 Dolarización Completa u Oficial

Se define **dolarización completa** de la economía **cuando un país abandona oficialmente su propio patrón monetario** y adopta como patrón monetario de curso legal una moneda más estable de otro país. El análisis en el presente documento se centra en una **dolarización completa de la economía**, es decir, **cuando un país adopte oficialmente la moneda de otro para el desempeño de todas las transacciones financieras**, exceptuando quizás el empleo de moneda fraccionaria. Cuando un país elige esta opción de régimen cambiario se debe tener en cuenta dos aspectos importantes:

- **La dolarización tiene en este caso un uso genérico**: por dólar de Estados Unidos cabe entender cualquier otra moneda extranjera; la situación significa siempre que un país utiliza la moneda de otro país. Los aspectos que se plantean son idénticos ya se trate, por ejemplo, de países que utilizan el Rand Sudafricano, la Lira Turca, la Corona Danesa, el Franco Francés, entre otros, y
- **La mayoría de los países en desarrollo**, y también las economías en transición que están adoptando mecanismos de mercado, **actualmente emplean algunas modalidades limitadas y extraoficial de dolarización**. En mayor o menor grado, los residentes en estos países ya mantienen moneda extranjera y depósitos expresados en moneda extranjera en

los bancos locales. En los países de inflación elevada, el dólar de Estado Unidos u otra moneda fuerte se utiliza ampliamente en las transacciones diarias junto con la moneda local.

Antes de continuar, es de importancia central indicar que ***la dolarización extraoficial surge en respuesta a la inestabilidad económica, las tasas elevadas de inflación, y al deseo de los residentes de diversificar y proteger sus activos frente al riesgo de devaluación de la moneda local.*** Al respecto, es importante distinguir las dos principales razones que impulsan a los agentes económicos de un país a demandar activos en moneda extranjera: sustitución de moneda y sustitución de activos.

- ***En la sustitución de moneda los activos externos se utilizan como dinero, esencialmente como medio de pago y unidad de cuenta;*** está sustitución con frecuencia se presenta en condiciones de inflación elevada o de hiperinflación cuando el alto costo de utilizar la moneda nacional en las transacciones lleva a que el público busque otras opciones disponibles. Este fenómeno se pudo observar claramente en los últimos dos años de la década de los ochenta cuando el Perú estuvo sumergido en el proceso hiperinflacionario.

Posteriormente, una vez que pasa a aceptarse la utilización de moneda extranjera en las transacciones, puede que ese uso no se abandone rápidamente. Es de señalar que el ***crecimiento de la dolarización en algunos países de América Latina (entre ellos el Perú) y de Asia ha continuado y se ha acelerado en los últimos años incluso después de la estabilización de las condiciones.*** Este es el caso del Perú, que a pesar que en los últimos años no ha mostrado elevadas tasas de inflación, el sistema financiero peruano se

caracteriza por tener un alto grado de dolarización (aún parcial), donde alrededor del 68% de los activos y más del 80% de los pasivos están expresados en dólares norteamericanos

- ***La sustitución de activos se produce debido a consideraciones sobre riesgo y rendimiento de los activos nacionales y extranjeros.*** Históricamente, los activos expresados en moneda extranjera han ofrecido la oportunidad de protección contra los riesgos macroeconómicos, como la inestabilidad de los precios y las recesiones económicas prolongadas en muchos países en desarrollo.

Por lo tanto, ***existen diferencias importantes entre dolarización extraoficial y dolarización completa***, los cuales representan problemas de transición para aquellos gobiernos que estudian dar este paso. Con la plena dolarización, toda la deuda pública y privada se expresa en dólares, y tanto las cuentas públicas como las privadas tienen que convertirse en dólares de Estados Unidos. Para hacer la conversión, los países tienen que fijar el tipo de cambio al que se convertirán deudas, contratos y activos financieros en vigor. Por último, ***la estabilidad que promete la dolarización es en sí misma relativa, pues el valor del dólar de Estados Unidos, como el de cualquier otra moneda fuerte que un país elija como suya, fluctuará frente al conjunto de otras monedas ampliamente negociadas.***

2.3 Evolución de la Dolarización en el Perú

La dolarización es un fenómeno contemporáneo. ***En el Perú, el proceso de dolarización se afianzó debido a la persistencia de altas tasas de inflación*** en diversos periodos que disminuyeron la intermediación financiera ***cuando no existían mecanismos para proteger los activos financieros contra la inflación.*** Usualmente hay dos mecanismos para proteger los

activos contra la inflación: activos denominados en dólares o activos indexados al nivel general de precios. En Latinoamérica, un grupo de países, dentro de los cuales se encuentran Argentina, Bolivia, Uruguay y Perú, emplearon el primero como medio de cobertura, mientras que países como Brasil y Chile usaron más el segundo.

Antes del período inflacionario observado entre 1975 y 1990, el coeficiente de dolarización¹ de la economía peruana era aproximadamente 13%, lo cual reflejaba básicamente el diferencial existente entre la tasa de inflación peruana (la tasa promedio fue 7% entre 1922 y 1975) y la tasa de inflación de los Estados Unidos (2% en promedio durante en el mismo lapso de tiempo). Por otro lado, *durante el período de alta inflación que se inició en 1975, el tamaño del sistema financiero peruano empezó a decrecer* desde un nivel de 19% del PBI en 1973 a 13% en 1978, alcanzando uno de sus niveles históricos más bajos en el año 1990 cuando reportó 5% del PBI.

Para atenuar una mayor caída del ahorro financiero nacional, en 1978 el gobierno permitió abrir depósitos en moneda extranjera (en dólares), lo cual generó que el coeficiente de intermediación se recuperara gradualmente durante los siguientes años (15% del PBI en 1979 y 16% del PBI en 1984), pero no regresó a los niveles observados en años anteriores. El incremento de los depósitos se observó principalmente en los depósitos en moneda extranjera debido a la persistente tendencia creciente de la tasa de inflación, incrementando de esta manera la dolarización de la economía y, a su vez, penalizando los ahorros financieros en moneda nacional.

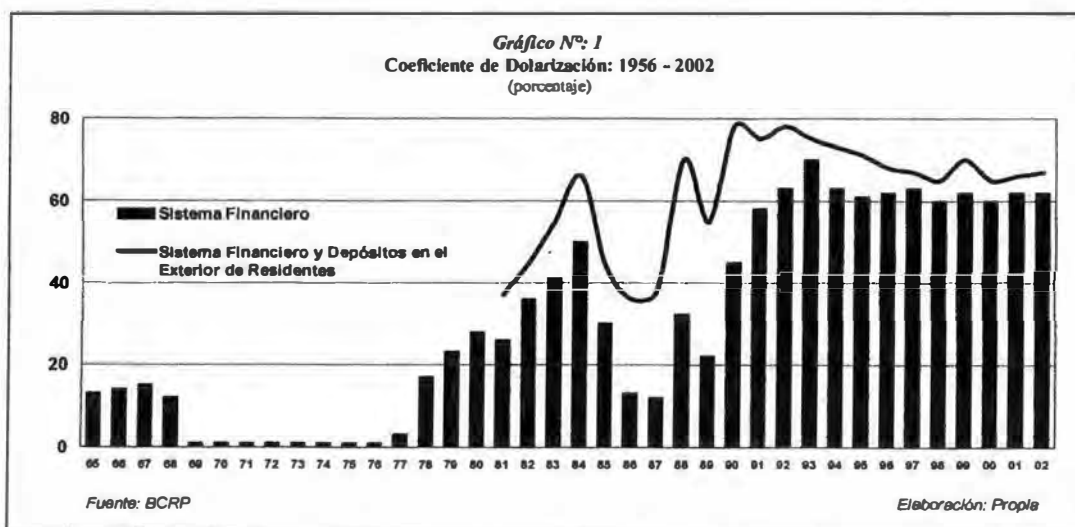
¹ Se define el coeficiente de dolarización como el ratio $\text{Liquidez en moneda extranjera} / \text{Liquidez total de la economía}$.

El coeficiente de dolarización creció de 2% en 1977 a 49% en 1984, sin embargo, la confiscación de los depósitos denominados en dólares en 1985 disminuyó este coeficiente a 21% en 1989. La profunda pérdida de confianza de mantener depósitos en moneda extranjera, aunado al proceso hiperinflacionario observada por la economía peruana, conllevó a una fuerte caída de la intermediación financiera a 5% del PBI en 1990 (liquidez total sobre PBI). En este contexto, el mercado de crédito nacional colapsó, lo cual agudizó el proceso de recesión de la economía al caer el PBI entre 1988 y 1990 a un promedio anual de 8%.

Durante el período hiperinflacionario, el coeficiente de dolarización se incremento rápidamente. En particular, la definición amplia del coeficiente, la cual incluye los depósitos de los residentes en bancos del exterior, creció de 36% en 1986 a 76% en 1990, observándose en este caso el uso de dólares como medio de transacción hacia fines de la década de los 90. Posteriormente, con el inicio del período de desinflación (1991), la profunda liberalización del sistema financiero y de la economía en general, permitió la libre movilidad de capitales y libertad para mantener activos financieros en moneda extranjera. El nuevo régimen alentó el retorno de capitales de peruanos en bancos del exterior.

Como resultado de este proceso, se registró una importante recuperación del crédito del sistema financiero (principalmente bancario) al sector privado, creció de 3% del PBI en 1990 a 8% del PBI en 1993. *Sin embargo, debido a la inercia hiperinflacionario y dado que aún se registraban tasas de inflación elevadas (1991: 139%, 1992: 57% y 1993: 40%) no se observó un cambio significativo en el coeficiente de dolarización en esos años.* Posteriormente, entre los años 1994 y 1999, el ahorro y el crédito al sector privado crecieron a tasas mayores que el PBI nominal, alcanzando este último niveles de 21% del PBI en 1999.

En este contexto, el coeficiente de dolarización paso de 75% en 1992 a 67% en 1997, a la vez que la tasa de inflación se iba reduciendo, 11% como promedio anual en ese período. *Durante los últimos tres años, el coeficiente de dolarización prácticamente se ha mantenido invariable, aún cuando la tasa de inflación se ha reducido a 2% en el 2001 y 1.1% en el 2002* (véase Gráfico N° 1).



2.3.1 Principales hechos Estilizados de la Dolarización Peruana

1. Sustitución de Activos y no Sustitución Monetaria

De acuerdo a Savastano (1996), *el proceso de reemplazar las diferentes funciones de moneda nacional por una moneda extranjera (dólar) no es simétrico*. Inicialmente, la moneda nacional comienza perdiendo su rol como depósito de valor, luego como unidad de cuenta y finalmente como medio de pago. Actualmente en el Perú existe evidencia que la mayoría de los agentes económicos prefieren la moneda extranjera como depósito de valor, aproximadamente el 59% de las obligaciones del sistema financiero con el sector privado están denominadas en dólares.

En términos de unidad de cuenta, los alquileres, los bienes durables y las transacciones en el sector del turismo internacional tienen sus precios principalmente establecidos en dólares; mientras que los bienes no durables y los salarios se fijan en moneda nacional. En particular, según el INEI, *los precios en moneda nacional corresponden al 90% de la canasta sobre la que se calcula el IPC*, en tanto que los salarios también están establecidos en moneda nacional. Como medio de pago, existen varios indicadores que muestran que los Nuevos Soles dominan las transacciones comunes en la economía.

Veamos qué sucede con las transacciones en efectivo, las cuales parecen ser relativamente importantes en la economía peruana dado el bajo nivel de intermediación financiera. El saldo del circulante de Nuevos Soles en la economía es de aproximadamente S/. 4,911 millones (alrededor de US\$ 1,399 millones o 2.2% del PBI) y representa cerca del 30% de las tenencias totales de moneda nacional del sector privado². No existe datos para el circulante en dólares, pero algunas estimaciones econométricas (Castillo, 1997) muestran que podría estar alrededor de US\$ 750 millones.

Una mejor estimación de la importancia de la moneda nacional frente a la extranjera en las transacciones se puede obtener mediante la discriminación por monedas de las operaciones de los cajeros automáticos, tarjetas de crédito y los retiros en ventanilla (usando la idea del modelo de Baumol). Según estimaciones (Armas 2001), existen aproximadamente seis millones de operaciones en cajeros automáticos en moneda nacional cada mes, mientras que en moneda extranjera se registran sólo alrededor de un millón de operaciones (véase Cuadro N° 2, página 18).

² Las cifras corresponden al cierre del 2001 de acuerdo a la Memoria del Banco Central de Reserva. Según las últimas cifras disponibles, al 15 de diciembre del 2002, el saldo del circulante en soles de la economía asciende a S/. 5,220 millones, alrededor de US\$ 1,513 millones.

| Cuadro N° 2 | |
|---|-----------------------|
| Operaciones en Cajeros Automáticos | |
| (promedio mensual) | |
| Conceptos | Ene - Set 2000 |
| 1. Número de Transacciones | |
| a. En moneda nacional (miles) | 6,320 |
| b. En moneda extranjera (miles) | 1,062 |
| c. Coeficiente ($b / (a + b)$) | 14% |
| 2. Transactions Value | |
| a. In domestic currency (S/. million) | 965 |
| b. In foreign currency (S/. million) | 464 |
| c. Coeficiente ($b / (a + b)$) | 32% |
| <i>Fuente: BCRP</i> | |
| <i>Elaboración: Propia</i> | |

Por lo tanto, *el tipo de dolarización parcial en el Perú corresponde a una sustitución de activos y no una sustitución monetaria*, es decir, el dólar prevalece como depósito de valor, lo que tiene implicancias en la intermediación financiera y en la formación de los precios de los bienes durables. *Por esta razón, dado que la moneda nacional (Nuevo Sol) prevalece como medio de pago*, y debido a que aproximadamente el 90% de la canasta sobre la que se mide el IPC está compuesto de bienes y servicios cuyos precios se establecen en Nuevos Soles, *existe espacio para una política monetaria independiente que tenga la finalidad de mantener la estabilidad de precios.*

2. Descalce de monedas y de maduración

Según la literatura sobre dolarización *hay dos tipos de riesgos para los sistemas financieros de economías dolarizadas parcialmente como la peruana*. El primero está referido al *descalce en la maduración* entre los activos y pasivos en moneda extranjera

de las empresas bancarias; el segundo es el *descalce de monedas* entre los flujos de caja de las empresas y sus deudas con el sistema bancario.

El primer riesgo (descalce de maduración) se refiere a la vulnerabilidad de corridas bancarias de las obligaciones en moneda extranjera (por ejemplo, debido a fugas de capitales). Para poder hacer frente a este riesgo, es crucial que el sistema financiero mantenga altos niveles de activos líquidos en moneda extranjera, como es el caso de Perú que tiene una participación de cerca del 30% del total de obligaciones de los bancos en moneda extranjera. *En el Perú, el nivel de activos líquidos de las empresas bancarias se explica principalmente por el alto requerimiento de encaje de los depósitos en moneda extranjera* (Armas 2001). La tasa de encaje marginal requerida por el Banco Central fue 45% hasta 1998, fecha a partir del cual bajo a 20%.

El segundo riesgo (descalce de monedas) *corresponde al riesgo cambiario que tienen las empresas* (en particular sectores no transables) por mantener sus flujos de caja y sus obligaciones en diferentes monedas. En este sentido, una depreciación no anticipada podría incrementar la cartera atrasada de préstamos a empresas con ingresos en moneda nacional y con deudas bancarias en moneda extranjera. Por esta razón, el Banco Central podría intentar evitar las depreciaciones significativas de la moneda nacional debido al impacto negativo sobre la solvencia de los bancos, aún en los casos donde hubieran razones válidas para permitir la depreciación.

Asimismo, las familias y el gobierno, que mantienen obligaciones en dólares con la banca nacional y extranjera, son afectadas por el riesgo de descalce monetario debido a que la mayor parte de sus ingresos (remuneraciones para las familias y recaudación tributaria para Estado) están expresados en Nuevos Soles.

3. Choques Externos y Precios relativos

Debido a que la mayoría de las transacciones y los precios de la economía están establecidos en Nuevos Soles, variaciones del tipo de cambio nominal pueden afectar en el corto plazo los precios relativos entre bienes transables y no transables. Así, *la economía puede absorber choques externos a través de un rápido ajuste del tipo de cambio real mediante modificaciones del tipo de cambio nominal*, evitándose por ejemplo presiones inflacionarias que afectan a la economía. En efecto, un aumento del tipo de cambio nominal debido a factores especulativos ante un eminente conflicto bélico entre Estados Unidos e Irak, tiende a incrementar el tipo real de la economía³, lo cual evita incrementar los precios internos de la economía. Esta relación se puede observar en la definición del tipo de cambio real: *dado un nivel de precios internacionales (P^*), un incremento del tipo de cambio nominal (E) debe ir acompañado de un aumento del tipo de cambio real (R) para mantener invariable del nivel de precios internos (P).*

Es importante indicar que *la economía peruana presenta una alta volatilidad en sus términos de intercambio como resultado de una alta participación de materias primas en las exportaciones totales, el 69% del total, de los cuales aproximadamente 45% corresponde a exportaciones mineras*. Asimismo, la variabilidad de los términos de intercambio tiene una clara influencia en el ciclo económico, por lo que el régimen de flotación cambiaria ha permitido ajustes del tipo de cambio real con el fin de reducir las fluctuaciones en la actividad económica.

³ El tipo de cambio real (R) se define como la razón entre el precio de los bienes extranjeros en moneda local (EP^* , donde E es el tipo de cambio nominal y P^* el nivel de precios internacionales) y el nivel de precios local (P). A veces se define también al tipo de cambio real como el precio relativo de los bienes comerciables o transables en términos de los bienes no comerciables o no transables ($R = P_T/P_N$).

CAPÍTULO III

Riesgos y Oportunidades de Dolarizar una Economía

Los principales factores que explican los fenómenos de la dolarización (parcial o completa) en los países de América Latina, y que han jugado un papel importante en el proceso son: la inestabilidad macroeconómica, el escaso desarrollo de los mercados financieros, la falta de credibilidad en los programas de estabilización, la globalización de la economía, el historial de alta inflación, los factores institucionales, entre otros. En este contexto, y además por ser un proceso que conlleva al otro, es conveniente establecer los principios específicos de la dolarización parcial o informal y de la dolarización completa u oficial, evaluando en este último caso los riesgos y oportunidades que implicarían para el Perú establecer este esquema monetario, lo cual es la parte central de estudio del presente documento.

3.1 Dolarización Parcial o Informal

La dolarización primero adquiere un carácter informal. Es un proceso espontáneo en respuesta al deterioro en el poder adquisitivo de la moneda local. *Los agentes se refugian en*

activos denominados en monedas fuertes, normalmente el dólar norteamericano, aunque la moneda extranjera no sea de curso obligatorio.

Como se menciono anteriormente, el proceso de dolarización parcial tiene varias etapas: la primera, conocida como sustitución de activos, en que los agentes adquieren bonos extranjeros o depositan cierta cantidad de sus ahorros en el exterior; la segunda, llamada sustitución monetaria, los agentes adquieren medios de pago en moneda extranjera, billetes dólares o cuentas bancarias en dólares; y, finalmente, la tercera etapa, cuando muchos productos y servicios se cotizan en moneda extranjera: alquileres, precios de automóviles o enseres domésticos, y se completa cuando aún bienes de poco valor se cotizan en la moneda extranjera, alimentos, bebidas, diversiones, etc.

Pero la dolarización parcial tiene consecuencias lamentables sobre el funcionamiento de la economía de un país, entre las principales podemos indicar las siguientes:

- ***Hace que la demanda de dinero se vuelva inestable, lo cual dificulta las posibilidades de la autoridad monetaria para estabilizar la economía y controlar la inflación.*** En la medida que los agentes económicos conviertan la moneda local (Nuevos Soles) en dólares, se reduce el monto de la moneda local en circulación.

En economías altamente dolarizadas de manera parcial es complicado la posibilidad de fijar un objetivo intermedio de política monetaria porque la cantidad de dinero está afectada por la presencia de dólares que no son susceptibles de ser controlados. El dólar es una parte importante del concepto de dinero y es difícil deducir a priori la composición de la demanda de dinero. De esta forma el objetivo final de controlar la inflación a través de

la oferta monetaria se convierte en un problema de aproximación y el manejo de la política monetaria se vuelve empírico.

- La dolarización parcial **genera presiones sobre el tipo de cambio**, en la medida en que aumenta la demanda por moneda extranjera. Se requiere entonces una definición específica de política cambiaria dependiendo si la dolarización se trata de activos o monetaria.
- **Deteriora el poder adquisitivo de los ingresos denominados en moneda local**: sueldos, salarios, pensiones, intereses fijos, etc., se ven reducidos por las continuas devaluaciones presionadas por la dolarización parcial.
- La dolarización parcial **distorsiona las tasas de interés**. Estas se vuelven especialmente altas debido a que la autoridad monetaria las incrementa a fin de estimular en la población el ahorro en moneda local en lugar de hacerlo en dólares de los Estados Unidos.
- **El sector financiero sufre un deterioro** como resultado de la dolarización parcial. Las altas tasas de interés y las devaluaciones constantes que la establecieron, provocan elevaciones permanentes en la cartera vencida de los bancos, limitan el ahorro en moneda local y se conduce a éstos a la iliquidez e insolvencia.
- Un efecto especialmente importante de la dolarización parcial tiene que ver con el Fisco, pues ésta **reduce la posibilidad de generar ingresos por señoreaje y dificulta el cobro del impuesto inflacionario**. Dependiendo del grado de dolarización parcial de la economía, la

emisión de especies monetarias se destina en su gran mayoría a la adquisición de dólares para usarlo como dinero genuino en reemplazo de la moneda local.

Por tanto, una creciente dolarización parcial se convierte en un grave problema económico, en la medida en que restringe el campo de acción de la política monetaria, cambiaria, fiscal, aumenta el riesgo cambiario y crediticio del sistema financiero y reduce el poder adquisitivo de los sectores más pobres de la población. En tal sentido, *una vez que una economía se ha dolarizado de manera importante, las alternativas se podrían reducir hacia la instauración de una dolarización plena o completa, pues, restablecer la credibilidad en el sistema discrecional anterior se vuelve poco probable y demandaría consistencia, disciplina y un tiempo normalmente largo.*

3.2 Dolarización Completa u Oficial

Como se indicó anteriormente, el proceso de dolarización en un país surgen como resultado de la pérdida de confianza en las funciones tradicionales de la moneda local. Adoptar como política la dolarización completa de una economía implica una sustitución del 100% de la moneda local por la moneda extranjera, lo que significa que los precios, los salarios y los contratos se fijan en moneda extranjera (dólares).

La dolarización completa o total descansa sobre algunos principios específicos:

- ***La moneda única es la extranjera (el dólar) y desaparece la moneda local.*** En el caso del Perú se contemplaría a la moneda local a circular solamente como moneda fraccionaria.

- *La oferta monetaria pasa a estar denominada en moneda extranjera (dólares) y se alimenta del saldo de la balanza de pagos y de un monto inicial suficiente de reservas internacionales.*
- *Los capitales son libres de entrar y salir sin restricciones del mercado local.*
- *El Banco Central reestructura sus funciones tradicionales y adquiere nuevas funciones.*

La dolarización completa de una economía en general supone la recuperación casi inmediata de la credibilidad, y se prevé que termina con el origen de la desconfianza: la inflación y las devaluaciones recurrentes. Asimismo, la dolarización completa u oficial (algunas veces también llamados dolarización formal) obliga a los gobernantes a disciplinarse y revela los problemas estructurales de la economía, con lo cual impulsa a las sociedades al cambio de sus estructuras. Sin embargo, no todo es positivo, existen diversos riesgos que tendría que afrontar el país si optaría por dolarizar su economía de manera completa. En las siguientes dos secciones detallamos con mayor precisión los riesgos y oportunidades que implicaría utilizar el dólar como patrón monetario oficial en la economía peruana.

3.2.1 Riesgos de una Dolarización Completa

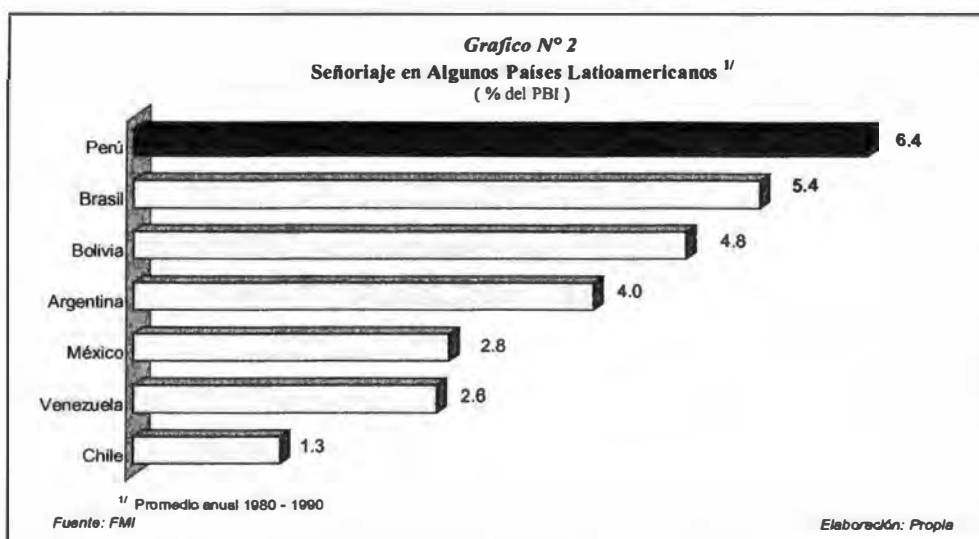
1. Pérdida del Señoreaje

El señoreaje es la ganancia que un país obtiene por concepto de emisión⁴. Es decir, la diferencia que existe entre el costo intrínseco del papel más su impresión como billete y el

⁴ Sachs y Larraín, en el Libro “Macroeconomía en la Economía Global”, página 336, definen como señoreaje al hecho de que un gobierno pueda obtener un flujo de recursos reales emitiendo billetes y monedas.

poder adquisitivo que se adquiere del mismo. Stanley Fisher, vicepresidente del Fondo Monetario Internacional, manifiesta que la pérdida del señoreaje se debe medir como el flujo anual que se dejaría de recibir por utilizar el dólar como medio de pago.

Algunas estimaciones de señoreaje (Sachs y Larraín 2002) realizadas para diversos países de Latinoamérica muestran que *el Perú ha sido uno de los países que más se ha "beneficiado" del señoreaje entre los años 1980 y 1990* (véase Gráfico N° 2). Si embargo, este resultado debe interpretarse con mucho cuidado debido a que el alto promedio observado para la economía peruana ha sido como resultado de la fuerte expansión monetaria registrada en los últimos años de la década de los ochenta, lo cual, finalmente término llevando a la economía a un proceso hiperinflacionario.



El país que decide adoptar una moneda extranjera para que tenga curso legal sacrifica el derecho de señoreaje, es decir, las utilidades que percibe la autoridad monetaria por el derecho de emisión de moneda. En el caso de Argentina, el primer costo de la dolarización, o retirada de efectivo en circulación, sería redimir unos US\$ 15,000 millones

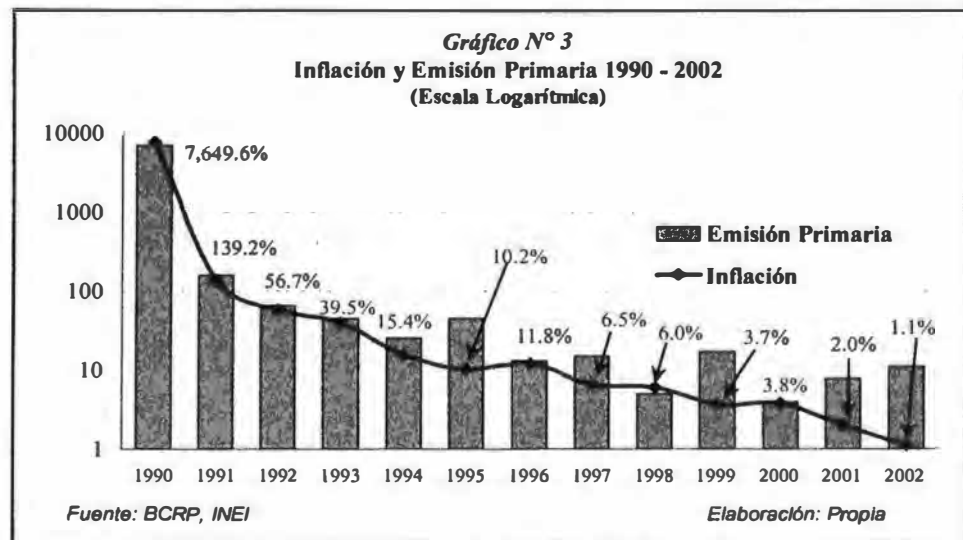
2. Proceso de Transformación

El proceso de dolarizar completamente la economía peruana implicaría costos de transformación de las cuentas bancarias, de las cajas registradoras o de los sistemas contables. Se puede también pensar como un costo el tiempo que lleva a la población en aprender a utilizar el dólar en lugar de la moneda nacional. También existen costos intangibles en la percepción de los ciudadanos que al dolarizar completamente la economía perdería uno de los símbolos nacionales. Sin embargo, se podría asegurar que el mundo camina hacia la utilización de pocas monedas, básicamente el euro en Europa y su área de influencia, el dólar en las Américas, y el yen y el mismo dólar en el Extremo Oriente.

3. Pérdida de la Política Monetaria en el Desempeño Inflacionario

Dolarizar completamente la economía tiene el inconveniente de anular la política monetaria doméstica. El argumento de que, en el contexto latinoamericano, la renuncia a la política monetaria es precisamente una de las ventajas de la dolarización, se basa en la historia de mal manejo que fue común a casi toda la región en décadas pasadas. Es verdad que *no tener política monetaria es mejor que tener una “mala” política monetaria*, es decir, discrecional e inflacionaria. Sin embargo, esto supone ignorar los notables progresos que la mayor parte de los países de la región han tenido en la lucha contra la inflación en la década anterior, así como la actuación efectiva que puede tener la autoridad monetaria en casos de turbulencia financiera (Pereyra y Quispe 2001).

El desempeño inflacionario de la autoridad monetaria muestra que, *en un contexto de dolarización de activos*, como en el caso peruano (en contraste con uno de sustitución monetaria), *aún es posible aplicar una política monetaria que permita influir en la inflación*, los precios en moneda nacional corresponden al 90% de la canasta sobre la que se calcula el IPC (véase Gráfico N° 3). Esto es así a causa de la mayor importancia de la moneda local como medio de pago, frente a la importancia del dólar como depósito de valor.



4. Problemática de Shocks Externos

De acuerdo a Pereyra y Quispe (2001), en el Perú, *la política monetaria puede ser evaluado sobre la base del desempeño de la autoridad monetaria durante las crisis de la década anterior*, principalmente durante la turbulencia originada por la crisis rusa y el colapso del rublo en 1998, *período durante el cual el Banco Central mantuvo una política antiinflacionaria* consistente con el régimen de flotación cambiaria, y actuó oportunamente como prestamista de última instancia.

“El efecto de contagio fue especialmente grave durante la crisis rusa en 1998, la cual aumentó la percepción de riesgo de los inversionistas respecto de las economías emergentes, reflejada en un aumento de los spreads de su deuda soberana. El spread de la deuda peruana alcanzó un pico histórico de 1,050 en setiembre de 1998, en comparación con 418 a comienzos de dicho año. Además, el sistema financiero nacional sufrió una abrupta reducción de las líneas de crédito de corto plazo, de un promedio de US\$ 100 millones entre enero y agosto, a un flujo negativo de US\$ 200 millones entre setiembre y diciembre de 1998.

Esta situación, aunada a la desaceleración del nivel de actividad económica, determinó un aumento del coeficiente de cartera atrasada respecto de las colocaciones brutas de 5.1% a 7% entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998, lo cual generó un comportamiento cauteloso por parte de los bancos. Para contrarrestar los efectos de la restricción crediticia externa, el Banco Central de Reserva adoptó las siguientes políticas: a) apertura de la ventanilla de créditos de liquidez en moneda extranjera, b) reducción de la tasa media de encaje en moneda extranjera, y c) reducción del encaje marginal en moneda extranjera de 35% a 20% a partir de diciembre”.

No obstante lo anterior, es importante tomar en cuenta que la experiencia latinoamericana en torno al manejo del tipo de cambio es distinta en relación a lo previsto por la teoría. Así por ejemplo, en primer lugar, las tasas de interés después de una devaluación o flotación se han situado en niveles más altos a las existentes antes del ajuste; en segundo lugar, la inflación se ha incrementado; y, en tercer lugar, ha existido una fuerte contracción en la actividad económica.

Según la teoría convencional, *cuando los shocks son externos o reales internos*, como un desastre ecológico o un cambio climático (El Fenómeno del Niño por ejemplo), *el régimen de flotación es preferible porque permite el ajuste de los precios relativos*. Sin embargo, *la evidencia empírica para los países latinoamericanos desmiente esta proposición teórica*, pues, mientras más variables son los términos de intercambio, mayor es la posibilidad de que un país adopte un sistema de cambio fijo.

Las tasas de cambio flexibles no permitirían una mejor política monetaria estabilizadora, sino que habrían sido, más bien, contrarias a ello, debido a que los regímenes flotantes han terminado en tasas reales de interés altas, sistemas financieros frágiles y mayor sensibilidad de las tasas de interés domésticas a los movimientos de las tasas internacionales. Un tipo de cambio flexible magnifica el impacto para los ahorristas, quienes en vez de utilizar sus ahorros para los tiempos difíciles se ven doblemente castigados, al constatar que sus ahorros se reducen en términos reales. De esta manera, el tipo de cambio flexible no funcionaría como estabilizador macroeconómico ante shocks reales, como sugiere la teoría.

Un elemento adicional y de central importancia para la definición de un sistema cambiario debería ser el grado de dolarización parcial. *Cuando la economía está muy dolarizada, una devaluación cambiaria puede debilitar excesivamente al sector productivo y al sistema financiero*. En este contexto, es fácil entender el interés en la dolarización completa, pues es una manera muy seria de comprometerse a no devaluar y así evitar las contracciones económicas. Es una forma de reducir el desfase en las tasas de cambio causadas por la dolarización parcial y la falta de mercados financieros a largo plazo.

5. Aval de la Reserva Federal de los Estados Unidos

Es necesario coordinar con el Congreso de los Estados Unidos y con la Reserva Federal de ese país a fin de obtener los apoyos suficientes en el proceso de dolarización. La credibilidad de esta reforma monetaria se cimentaría de mejor manera si se tiene el apoyo del país emisor de la moneda que se constituye en unidad de cuenta, medio de pago y depósito de reserva al interior de la nación.

3.2.2 Oportunidades de una Dolarización Completa

1. Eliminación del Riesgo Cambiario

Una oportunidad inmediata que se produciría con la dolarización completa de la economía peruana sería la eliminación del riesgo de devaluación, lo cual reduciría la prima de riesgo que paga el país sobre los empréstitos del exterior, y tanto el gobierno como los inversionistas privados pagarán tasas de interés más bajas. Con tasas de interés más bajas y mayor estabilidad de los movimientos internacionales de capital se reduce el costo del servicio de la deuda pública y se alienta que la inversión y el crecimiento económico sean más elevados. La magnitud de esta ventaja potencial es difícil de medir.

De acuerdo a Berg y Borensztein (2000), Argentina, al utilizar un sistema de caja de conversión en virtud del cual se establecía una relación unívoca entre el peso y el dólar de Estados Unidos, ofrece un buen ejemplo sobre riesgo cambiario. En este país, el crédito en pesos conlleva tasas más altas que el crédito en dólares, lo que demuestra que los prestamistas perciben el riesgo de que se abandone el vínculo cambiario establecido. Sin embargo, *las tasas de interés sobre las obligaciones públicas y privadas argentinas*

expresadas en dólares también son más altas de las que se aplican a la deuda de los países industriales, y ello refleja el riesgo de incumplimiento por parte del país, o riesgo soberano, que se asigna a los títulos argentinos.

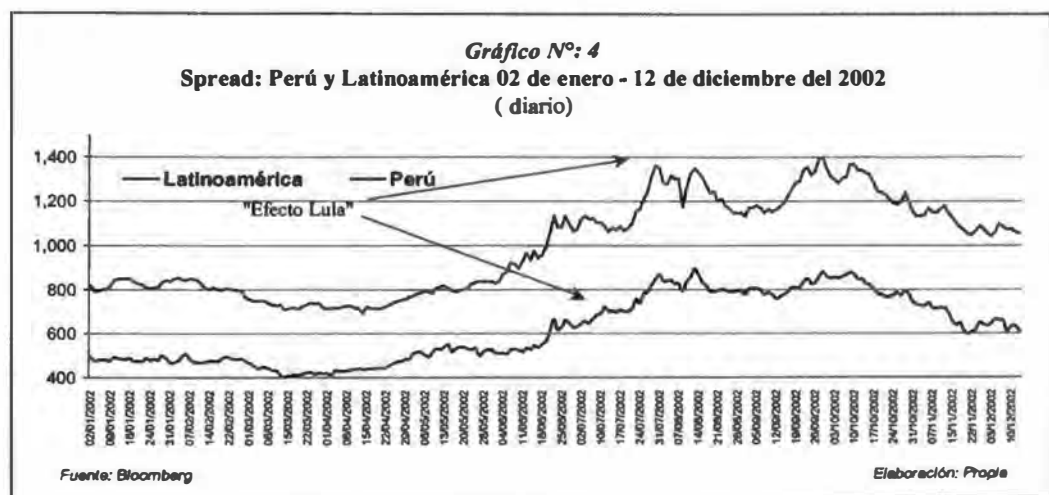
Con una dolarización completa desaparecería el recargo o prima de las tasas de interés por riesgo de devaluación, pero persistiría la prima por riesgo soberano. En efecto, si evaluamos por ejemplo a Panamá que tiene una economía totalmente dolarizada, la ausencia de riesgo cambiario no aísla al país frente a las variaciones del sentir del mercado hacia el conjunto de los mercados emergentes. Es más, como las variaciones de los márgenes que afectan a Panamá no pueden obedecer a un riesgo de devaluación, habría que suponer que al menos una parte de los márgenes que afectarían al Perú en caso que se dolarice completamente tampoco estaría explicado únicamente por el riesgo cambiario.

2. Reducción del Spread

Puesto que se elimina el riesgo cambiario y lo que corresponde sobre las expectativas inflacionarias, la tasa de interés nominal converge a la tasa real de interés. La confianza que crea el nuevo sistema monetario reduce las tasas de interés a lo largo del tiempo y esta confianza se expande a todo el sistema económico.

El desempeño macroeconómico y la solvencia fiscal logrados en el país explican que la calificación de la deuda peruana haya mejorado notablemente durante la última década. Sin embargo, es importante señalar que *el spread del Perú y de la región ha fluctuado significativamente, principalmente por crisis financieras internacionales como la rusa o por factores políticos tanto interno y externos, el último que ha observado la*

economía peruana ha estado asociado al "Efecto Lula" que impulso el riesgo país de Brasil y el riesgo de la región latinoamericana, y con ello el riesgo país del Perú (véase Gráfico N° 4). Existe bibliografía (Rossini 2000) que concluye que reducir el riesgo país requiere: a) consolidar los cambios institucionales iniciados en la década anterior mediante reformas de segunda generación, b) consolidar la capacidad del país para atraer capitales de largo plazo, c) mejorar el tamaño de la deuda externa en relación con las exportaciones y d) mantener consideraciones políticas estables.



3. Particularización de los Shocks Externos

La pérdida en los términos de intercambio, los desastres climáticos como el Fenómeno del Niño que afectan la producción exportable, la imposición de cuotas, aranceles y tasas a los productos que vende el país al resto del mundo, entre otros, constituyen los denominados shocks externos. *La dolarización completa asegura la particularización de estos shocks de manera exclusiva en el sector afectado, pues elimina las posibilidades de devaluación monetaria que afecte a otros sectores donde no se ha producido el shock.*

4. Convergencia a la Inflación de los Estados Unidos

Cuando una economía es dolarizada completamente, la tasa de inflación tiende a converger a la de Estados Unidos. Objetivamente, el nivel de precios no es necesariamente igual en los dos países; los costos de transporte, los aranceles o los impuestos causan disparidades. Tampoco las tasas de inflación son obligatoriamente iguales, pero tienden a serlo. Es preciso indicar que la velocidad de la convergencia depende de otros factores como la flexibilidad laboral, los desajustes de partida de los precios relativos, entre otros.

5. Disciplina Fiscal y Macroeconómica

En tanto el gobierno no puede emitir dinero *con dolarización completa, la corrección del déficit fiscal solo se puede hacer mediante financiamiento vía préstamos o impuestos.* Los préstamos del exterior, en la actualidad, imponen condiciones de disciplina fiscal. Además la tributación tiene un costo político que los gobernantes deben enfrentar. Esto obliga no solo a equilibrar las cuentas fiscales, sino a que el gasto sea de mejor calidad, de mayor rendimiento social. En los últimos años, *varios países han introducido normas legales orientadas a asegurar un comportamiento responsable de la política fiscal.* Típicamente, dichas normas establecen reglas cuantitativas que buscan impedir la generación de déficit recurrentes a causa de factores políticos o problemas coyunturales, así como establecer políticas estables y consistentes en el largo plazo. La Comunidad Económica Europea, Estados Unidos, Nueva Zelandia, Argentina y Costa Rica son algunos de los casos (Pereyra, 2001).

En general se puede advertir que una dolarización completa de la economía implica beneficios importantes. *Las ventajas de este sistema son bastante claras: confianza, simpleza, estabilidad y la posibilidad de conseguir una baja inflación, lo que provocaría que bajen las tasas de interés y se reactive el sector productivo.* Mientras la reforma económica que implica la dolarización completa sea transparente y creíble, se atraerá inversión doméstica y extranjera, y con ello se estimularía la producción.

6. Integración Financiera

Economías pequeñas como la peruana, y la mayoría de los países latinoamericanos, *tienen poca participación en los flujos de capital* que se movilizan en el mundo globalizado de la actualidad. Para lograr una mayor participación, *además de la dolarización completa, se promovería el ingreso de instituciones financieras internacionales.* De esta manera, tanto los activos como los pasivos financieros pasan a ser parte de una fuente gigante de liquidez y de fondos.

Una economía dolarizada completamente incentiva la presencia de grandes bancos internacionales que permitirán el flujo de capitales de tal manera que cualquier shock externo sería contrarrestado por esta integración financiera con el resto del mundo. Es decir, la integración financiera podría eliminar las crisis de balanza de pagos.

7. Reducción de Costos de Transacción

Cuando se dolariza una economía completamente, *se eliminan las transacciones de compra y venta de moneda extranjera.* El diferencial entre el precio de compra y venta

del dólar es un ahorro para toda la sociedad porque la intermediación, sobre todo la especulativa que aprovecha los cambios en la valoración de la moneda, desaparece.

Otro ahorro es la simplificación y estandarización de operaciones contables que deben hacer las empresas con actividades internacionales y las que desean sus balances en términos reales.

8. Beneficios Sociales

La dolarización completa beneficia a los asalariados, a los empleados con poco poder de negociación colectiva, a los jubilados. Además facilita la planificación a largo plazo, pues permite la realización de cálculos económicos que hacen más eficaces las decisiones económicas. Asimismo, en el mediano plazo, la estabilidad macroeconómica, la caída de las tasas de interés y el mejoramiento en el poder adquisitivo, debido a la dolarización completa, generarán un desarrollo de las actividades productivas y un aumento sostenido del empleo.

9. Transparencia de Problemas Estructurales

Una clase final de beneficios de la dolarización completa tiene que ver con la apertura y transparencia; igualmente es una de las mejores formas de sincerar la economía; problemas estructurales en el sector financiero son prontamente develados, ya que desaparece el riesgo moral una vez que el Banco Central deja de ser prestamista de última instancia, rol que hasta hoy lo cumplía por mandato de la Ley.

CAPÍTULO IV

Algunas Experiencias sobre Dolarización

4.1 Caso Panameño

4.1.1 Características de la Economía Panameña

Panamá es un país pequeño, casi similar al tamaño del departamento de Lima, está ubicado estratégicamente en la cintura de América. Tiene una población pequeña de aproximadamente 2.8 millones de habitantes y una economía que en los últimos años ha mostrado un crecimiento estable entre 2% y 5%. El PBI panameño asciende a aproximadamente US\$ 10,000 millones anuales, por lo que el PBI per capita es mayor a los US\$ 3,500, uno de los importes más altos de América Latina.

El dólar norteamericano es la moneda de curso legal desde hace casi 100 años, con un comercio de alrededor de US\$ 3,200 millones en exportaciones de bienes y servicios, principalmente este último. Las importaciones del país alcanzan los US\$ 3,500 millones, lo cual, sumado a las importaciones, nos muestra el alto grado de apertura de su economía a comercio internacional (del orden del 70%). Panamá es una economía sumamente abierta y

orientada a los servicios. El 75% de la economía está en servicios y apenas el 25% en actividades primarias y secundarias. *Ante las variaciones de precios en los mercados internacionales, la economía panameña no se ve muy afectada*, depende más de la generación de divisas y del valor agregado y no tanto de los precios de productos primarios que cotizan en el mercado internacional.

La zona libre genera aproximadamente el 8% del Producto Bruto Interno del País. Si bien dicha zona en los últimos años ha mostrado una caída debido al magro desempeño de los países que son clientes en la zona libre como Colombia, Venezuela, Ecuador, y en menor medida Perú y Chile, esta disminución es aún marginal. Asimismo, el canal de Panamá, que representa una de las principales fuentes de ingresos de la economía alcanza el 7% del PBI.

4.1.2 Sistema Monetaria y Bancario Panameño

Panamá se independizó en el año 1903 y un año después oficialmente decretó al dólar como moneda oficial y desde entonces no ha existido un Banco Central. En el país circula el Balboa, pero como moneda metálica fraccionaria para pequeñas transacciones. El dólar es el medio de pago utilizado y aceptado. No hay ningún tipo de control de cambio ni control de transferencia monetaria, es decir que los flujos financieros se mueven libremente hacia y desde el país y nunca ha habido una excepción.

Adicionalmente, en Panamá *existe un sistema bancario internacional, como una pieza fundamental del sistema financiero*, y esto es importante para explicar cómo se manejan los shocks en una economía dolarizadas, sin que necesariamente la economía entre en un proceso de recesión prolongado. Panamá tiene depósitos del orden de los US\$ 27,000 millones, de los



cuales la mitad son panameños. De los 96 bancos que operan en el país, 60 funcionan localmente y el resto operan de forma internacional. Asimismo, de estos 60 bancos, existen diez que son de capital nacional, y vienen compitiendo de igual a igual con los bancos más grandes internacionales que están en Panamá, y contrariamente al temor original de que los bancos internacionales iban a absorber a la banca local o comprar los bancos pequeños, lo que se ha observado ha sido lo contrario: ***Los bancos locales han crecido, se han fortalecido y han aumentado su competencia y recientemente se están expandiendo internacionalmente.*** En resumen, la industria bancaria panameña se ha fortalecido con la apertura que concluyó en 1970.

La banca internacional juega un papel muy importante en Panamá, porque cumple la función de intermediario entre la banca local y el mundo exterior. Cuando hay exceso de fondos en el país, por influjo de algún tipo, por mucha inversión, o por capitales que se proyectan en Panamá, la banca internacional coloca fondos en Panamá, dependiendo del riesgo de los proyectos específicos, pero hay una total y completa comunicación. La superintendencia de Bancos fue reforzada con una Ley que es importante porque eliminó el encaje legal. Hay una regulación muy estricta basada en los principios de Basilea, que los bancos deben cumplir en cuanto a la capitalización y restricción en los créditos, pero ya no existe el encaje legal. A pesar de esto los bancos mantienen, como prudencia de su manejo, una importante cantidad de efectivo en la banca internacional y otros.

4.1.3 Costos y Beneficios de la Dolarización Panameña

En los últimos años, *el tipo de cambio real ha mantenido muy estable*, ha variado apenas entre uno ó dos por ciento anual. Este hecho se debe en parte al tipo de economía que hay en Panamá, pero también una parte importante obedece a la existencia del dólar y de un sistema financiero que evita que los shocks afecten el tipo de cambio. Al no existir devaluaciones no hay modificaciones violentas en el tipo de cambio real.

Las tasas de interés activas y pasivas en Panamá son menores que en la mayoría de los países andinos debido básicamente a que el riesgo país es menor en Panamá en relación a los países andinos.

Por otro lado, *a pesar de la dolarización del país, Panamá tuvo déficit fiscales muy altos en la década de los 70*. Para financiar el déficit tuvo que tener el financiamiento real; es decir, no podía recurrir a emisión inorgánica o a otro tipo de endeudamiento debido a la inexistencia de un Banco Central. *Esta situación fue superada paulatinamente en los 80 y 90, actualmente el gobierno no puede mantener déficit mayores que los que puede financiar en el mercado internacional*, sobretodo porque el mercado local tiene sus limitaciones en cuanto a los montos.

El crecimiento de la economía panameña ha sido bastante estable, con respecto a algunos países de la zona que ha mostrado una mayor volatilidad.

En Panamá no hay crisis de balanza de pagos. Cuando faltan flujos, la banca internacional y la banca local inyectan al sistema las reservas internacionales que asciende a

aproximadamente US\$ 12,000 millones. Inyectan sus propios depósitos para mantener el nivel de vida o el nivel de actividad y la economía se ajusta y regresa, no hay necesidad de una deflación, con excepción del choque cuando Estados Unidos congeló los depósitos de los bancos panameños y prohibió el pago de los impuestos al Canal.

Otra aspecto importante es que *la cantidad de dinero es endógena*, es decir, *la cantidad de dinero en la economía está determinada por la demanda de dinero de parte de los agentes económicos*, no está determinado por un Banco Central y el gobierno no tiene ninguna injerencia sobre la cantidad de dinero de la economía, lo cual es favorable en cierta forma debido a que aísla al país de los problemas políticos afecten la situación económica.

La principal desventajas de la dolarización panameña es la pérdida de señoreaje, el cual asciende a aproximadamente a US\$ 40 millones anuales.

También está la *falta o cesión de la política monetaria*. Pero como se mencionó anteriormente, la cantidad de dinero es endógena en el caso de un sistema dolarizado. Por lo tanto se considera que no se ha perdido y además, se cree que la política monetaria norteamericana afecta las tasas de interés reales, independientemente de que moneda tenga el país.

Se puede concluir que el modelo de dolarización completa de Panamá ha creado condiciones de estabilidad que ha permitido una mayor planificación a largo plazo, garantizando financiamiento e insertándose al mercado internacional.

4.2 Dolarización Ecuatoriana

4.2.1 Antecedentes

La economía ecuatoriana registró un fuerte deterioro a partir del año 1998, que se agravó en 1999, debido a una serie de factores de carácter interno y externo: la presencia del Fenómeno del Niño, la caída del precio del petróleo, la crisis financiera interna e internacional y el creciente déficit fiscal. En el año 1999, el PBI cayó alrededor de 8% y el nominal en casi 30% como resultado de la fuerte disminución de la inversión y del consumo privado. El desempleo prácticamente se duplicó en 12 meses, llegando a 16% a diciembre de 1999.

La inflación (precios al consumidor) se aceleró de 43% a fines de 1998 a 91% en febrero del 2000. Por su parte, los precios al productor se incrementó de 35% a 301% en el mismo período respectivamente. El sucre se depreció casi 200% en 1999, y un 25% adicional en la primera semana de enero de 2000.

La deuda pública total del país aumentó sustancialmente, de 64% del PBI en 1997 al 118% del PBI en 1999. La fuerte caída del PBI determinó un fuerte incremento de la relación Deuda/PBI. Al término del año 1999, el déficit del sector público no financiero llegó a casi el 7% del PBI. En agosto de 1999, el gobierno suspendió temporalmente los pagos del servicio de la deuda de bonos Brady y euro bonos. Además, reestructuró alrededor de US\$ 500 millones en bonos públicos internos a corto plazo, extendiendo los vencimientos y a una menor tasa de interés.

El deterioro de la situación económica acentuó los problemas del sistema bancario, derivados, de un lado, del deterioro macroeconómico y, de otro, de la práctica de ciertas entidades financieras por el otorgamiento de créditos a prestatarios vinculados con los bancos. ***También influyó la falta de rigurosidad en la supervisión,*** por lo cual, en diciembre de 1998 el gobierno creó la Agencia de Depósitos (AGD) con el mandato de reestructurar el sistema bancario, y anunció que garantizaría todos los depósitos internos y extraterritoriales y las operaciones de comercio exterior del sistema bancario.

El 1 de enero de 1999 se introdujo un impuesto del 1% sobre las transacciones financieras, lo que agravó las dificultades de los bancos al estimular una sustancial desintermediación financiera. Una corrida bancaria hizo que se decretara un feriado bancario del 8 al 12 de marzo de 1999, y se congelaran los depósitos de ahorro y a la vista por seis meses y los depósitos a plazo por un año, también fueron reprogramados la cartera de los bancos.

En enero del 2000, la cartera vencida había alcanzado el 43% de la cartera total de préstamos, en comparación con el 9% a fines de 1998, y las líneas de crédito externo de los bancos se habían reducido a la mitad. La crisis bancaria afectó la política monetaria entre 1998 y 1999. El gobierno había emitido US\$ 1,400 millones en bonos para que la AGD recapitalice los bancos en dificultades, pague las garantías de depósitos de los bancos cerrados y cubra los retiros de los saldos de los acreedores externos. Se redescantaron en el Banco Central alrededor de US\$ 1,200 millones en bonos. En la medida que el ente emisor no pudo esterilizar la totalidad del incremento de liquidez resultante, el crecimiento anual de la base monetaria se aceleró del 41% a fines de 1998 a alrededor del 136% a fines de 1999.

Ante la sostenida presión cambiaria y la disminución de las reservas internacionales, en febrero de 1999 el Banco Central Ecuatoriano dejó flotar el sucre. Las presiones se intensificaron en noviembre de 1999; las tasas de interés interbancarias se incrementaron del 60% a alrededor del 150%, y el Banco Central aumentó el encaje legal sobre los depósitos en sucres.

4.2.2 Dolarización de la Economía

La Ley que llevó a cabo el plan de dolarización entró en vigencia el 13 de marzo del 2000. Las expectativas asociadas al plan de dolarización reflejaban un compendio de costos y beneficios teóricos dependientes de las condiciones políticas y económicas con las cuales se dio comienzo a su aplicación. En este sentido se tendría que destacar que las expectativas del gobierno ecuatoriano, al inicio del plan, eran optimistas respecto a la estabilidad de precios en el corto plazo y la rápida tendencia descendente que preveían en las tasas de interés.

Esta percepción no era compartida por *el FMI quien más bien se mostraba escéptico con relación al afianzamiento exitoso de la dolarización*, debido a la necesidad de un fuerte apoyo político que permitiera la aprobación de las reformas fiscales necesarias para garantizar su sostenibilidad en el largo plazo. Por su parte, los sectores obreros, campesinos e indígenas eran visiblemente pesimistas dado el enorme costo social del plan implícito en la rigurosa disciplina fiscal que lo debería acompañar.

En teoría, se establecieron como *beneficios* del proceso de dolarización lo siguiente:

- Control de la inflación

- Desaparición del riesgo cambiario.
- Disminución de la tasa de interés hasta niveles cercanos a la de Estados Unidos.
- Acceso a fuentes externas crediticias de origen multilateral, en primer lugar y, privadas, en segundo lugar.
- Mejoramiento del riesgo país.
- Estímulo al comercio exterior, al bajar sustancialmente los costos de transacción.
- Recuperación de la credibilidad en las políticas económicas.
- Clima más atractivo para la inversión y por lo tanto para el crecimiento sostenido.

Por otro lado, *los costos* estimados de esta medida fueron:

- Renuncia del gobierno a las políticas monetaria y cambiaria.
- Desaparición del señoreaje.
- Vulnerabilidad del empleo, al convertirse en la variable de ajuste frente a choques externos negativos.

- Aumento del desempleo en una parte inicial, por el redimensionamiento del Estado.
- Acentuación de la vulnerabilidad comercial, debido a problemas de competitividad por rezagos de productividad e imposibilidad para devaluar, en particular, con respecto a los socios comerciales regionales con regímenes cambiarios flotantes.
- Aumento de la presión impositiva, debido a la disciplina fiscal estricta.
- Vulnerabilidad del sistema financiero, ante la ausencia de la figura de prestamista de última instancia.

4.2.3 Evaluación de la Dolarización

1. Reinserción al Mercado Financiero Internacional

Uno de los primeros beneficios de la dolarización fue la posibilidad de que se comenzara a normalizar la relación con los acreedores del país. Este era un paso fundamental para volver a los mercados financieros internacionales, el gobierno llegó a un acuerdo con los tenedores de los bonos Brady y de euro bonos, canjeando dicho bonos por nuevos instrumentos. Gracias a esta operación, la deuda pública externa se redujo de US\$ 13,800 millones, al comienzo del 2000, a US\$ 11,200 millones, a fines de octubre.

2. Inflación

En cuanto al control de la inflación como resultado del proceso de la dolarización, *los resultados estuvieron por debajo de lo esperado debido al efecto de la fuerte devaluación (23,5%) con la que se inicio el plan. Asimismo, el recorte de algunos subsidios y el sinceramiento de los servicios públicos incidió en el incremento de los precios.*

Por otro lado, aunque el gobierno ha recobrado parte de la confianza de los agentes económicos, *las expectativas inflacionarias no han podido ceder mucho más*, al no completarse algunas reformas importantes, en especial, las referidas a la privatización de algunas empresas públicas. Por ello, al persistir las dudas sobre una sostenibilidad fiscal en el mediano plazo, basadas en el redimensionamiento del Estado, y por la misma razón, en una mayor viabilidad del plan de dolarización, las expectativas inflacionarias, aunque mermadas, al cierre del 2000, siguieron presentes.

Aunque el incremento del precio del petróleo le permitió al gobierno culminar el año 2000 sin déficit fiscal y superar el compromiso acordado con el FMI de mantener un déficit por debajo de 4% con respecto al PBI, a diferencia de Panamá, la gran volatilidad que acompaña al ingreso de naturaleza petrolera no permite sustentar de manera sostenida un plan de estabilización fiscal, acorde con una implementación firme de la dolarización. Por ello las presiones inflacionarias no han descendido tal cual se esperaba y las expectativas inflacionarias siguen latentes. Un elemento adicional que contribuyó a mantener este nivel de presiones inflacionarias fue la caída de las exportaciones.

3. Tasas de Interés

El menor descenso observado en la inflación mensual se reflejó en la evolución de las tasas de interés. *Igual efecto en el precio del dinero produjo el riesgo país, al seguir siendo muy elevado, aun cuando el riesgo cambiario desapareció con la dolarización completa.* Impacto similar tuvo el riesgo asociado a la debilidad del sistema financiero, la incertidumbre sobre la reducción de la garantía de depósitos al plantearse la eliminación de la Agencia de Garantía de Depósitos (AGD) y la restricción de la condición de prestamista de última instancia del Banco Central Ecuatoriano.

4. Crecimiento Económico

El impacto de la dolarización sobre el PBI ha sido mejor de lo esperado debido a que al momento de su lanzamiento se estimaba que este indicador no crecería (cero de crecimiento en el 2000). Sin embargo, *la recuperación mostrada por la economía, como resultado del impulso de la actividad petrolera, permitió un crecimiento del PBI cercano al 2% anual.* En la mejoría del PBI *también influyó el mayor consumo* de los hogares, al decretarse aumentos importantes en los salarios, aprobarse un bono de transferencia directa a los hogares más pobres y devolverse depósitos bancarios que estaban congelados. La inversión y las exportaciones no petroleras se mantuvieron estancadas y algunos renglones exportables se contrajeron.

Indudablemente que la relativa bonanza fiscal que tuvo el gobierno no permite calibrar a ciencia cierta los efectos de la dolarización sobre la actividad económica. *Un componente de demanda que se esperaba empezara a crecer, como es la inversión*

privada nacional y extranjera, se mantuvo rezagada durante el año 2000. Asimismo, influyeron las contramarchas de la leyes que favorecieran las privatizaciones de las empresas públicas y a permitir una mayor apertura hacia el sector privado del sector petrolero. Igualmente incidió en este comportamiento de la inversión privada, los niveles de las tasas de interés, los cuales bajaron menos de lo esperado al dolarizarse la economía.

5. Empleo

En relación con *la incidencia de la dolarización sobre el empleo, el mismo ha sido confuso*, aunque la tasa de desocupación abierta ha bajado a lo largo del 2000, pasando de 14.4% en 1999 a 9.1% en 2000. *Está caída de la desocupación más que atribuirse a la creación de nuevas plazas de trabajo se debe*, de acuerdo al presidente del Instituto de Estadística y Censo, *a la emigración de muchos ecuatorianos hacia otros países y a la informalización del empleo* (esto coincide con el aumento de las remesas procedentes del exterior calculadas por el Banco Central Ecuatoriano en el 2000 en más de US\$ 1,200 millones versus los US\$ 1,084 millones en 1999).

6. Sector Externo

En cuanto al impacto de la dolarización en el sector externo, resalta la apreciación del tipo de cambio real que se produjo por la mayor inflación en Ecuador con respecto a Estados Unidos, lo cual tendió a compensar la depreciación previa a la entrada en circulación del dólar estadounidense en la economía ecuatoriana. Por esta razón, *el efecto de la dolarización sobre la competitividad de los productos ecuatorianos y, por esta vía, sobre las exportaciones diluyeron*. La balanza comercial durante el primer año de la

dolarización (enero – noviembre del 2000) mostró cifras superavitarias, al crecer en 10% como resultado del incremento de la exportaciones petroleras (73%), atenuado por la caída de las exportaciones no petroleras (-21%).

La mejora de los términos de intercambio de Ecuador de 101.2 en diciembre de 1999 a 107.3 en noviembre del 2000 estuvo fuertemente influenciada por el incremento de los precios del petróleo. La influencia de la dolarización en la capacidad competitiva puede apreciarse de manera más clara en la evolución de las exportaciones petroleras no tradicionales, debido a que incluyen productos manufacturados.

7. Gobernabilidad

La superación de la crisis política desatada a principios del 2000, luego de la salida de Jamil Mahuad de la Presidencia de la República y el ingreso en su lugar del vicepresidente Gustavo Noboa reanimó la gobernabilidad en Ecuador, lo cual permitió que se aprobara la Ley para la Transformación Económica (Dolarización) y la Ley para la Promoción de la Inversión y la Participación Ciudadana. En un ambiente legislativo mucho más proclive a la aprobación de reformas económicas dirigidas a modificar el Estado, el gobierno pudo, también, adquirir compromisos firmes con el FMI, lo cual hizo regresar la confianza de los acreedores.

4.3 Experiencia Argentina

4.3.1 Antecedentes

El sistema de convertibilidad que venía funcionando en Argentina desde el primero de abril de 1991 fijó el tipo de cambio a un peso por dólar, esto quiere decir que la base monetaria tenía como respaldo las reservas internacionales, de esta forma se quiso poner término con la fácil e incontrolada emisión de dinero para afrontar los gastos del Estado que por décadas trajo consigo procesos inflacionarios. En medio de la crisis del Tequila (México), la Carta Orgánica del Banco Central de Argentina fue modificada, así en su artículo 33 se dispuso que “Hasta una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad mantenidas como prenda común, podrán estar integradas con títulos públicos valuados a precio de mercado”, de esta forma quedaba expedito el gobierno de realizar política monetaria.

La implantación del *sistema de convertibilidad tenía como meta crear una estructura de precios sostenible en el tiempo*, este sistema produjo y generó un cambio en el comportamiento de los agentes económicos, sin embargo *no se abandonaron a tiempo ciertos mecanismos como la indexación u otros mecanismos defensivos manteniendo cierta rigidez en el mercado laboral.*

Por otro lado, *este sistema implicó una pérdida pronunciada y sostenida de competitividad que afectó considerablemente las exportaciones argentinas.* Durante la crisis brasileña, Brasil no devaluó su moneda con respecto al Peso argentino, sino que devaluó el Real con respecto al Dólar pero como la convertibilidad estaba al Peso con el Dólar, Argentina experimentó una

revaluación del Peso de carácter transitorio y automático. Esto le quito competitividad a las exportaciones y estimuló las importaciones brasileñas.

4.3.2 Esquema de la Convertibilidad Argentina

El sistema de convertibilidad también fue un determinante en el mediano plazo de la crisis económica y financiera que hoy vive Argentina. El mantenimiento de la paridad (1 dólar = 1 peso) *fue minando la competitividad a largo de los 11 años* en que estuvo vigente el sistema. El tipo de cambio real disminuyó entre 1992 y el 2001 en 25.2%. Casi la mitad de dicha pérdida se produjo entre los años 1997 y el 2001, donde ciertamente influyó la crisis internacional al provocar ajustes cambiarios que redundaron en disminuciones de precios de las importaciones de Argentina.

Las consecuencias de la pérdida de competitividad ha sido desalentar la actividad exportadora, incentivar las importaciones, aumentar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y originar una menor ganancia o mayor pérdida de reservas internacionales netas, así como minar la credibilidad del gobierno y sus políticas económicas, presionándose al aumento del riesgo país. En efecto, las exportaciones de bienes y servicios desde 1992 hasta 1998, año en que se inicia la etapa más dura de la crisis financiera internacional, crecieron 116.1%, y las importaciones de bienes y servicios en 234.3%; la balanza en cuenta corriente de un saldo superavitario de US\$ 2,820 millones (1.2% del PBI) a un déficit de US\$ 14,708 millones (4.9%); y, las reservas internacionales, en cambio, siguieron incrementándose hasta el año 1999, pero en el 2000 y en el 2001, caen en US\$ 440 millones y US\$ 10,400 millones, respectivamente.

El crecimiento, *las exportaciones y la inversión, no obstante registraron performances positivas*, estas crecieron a tasas altas hasta 1998. No obstante, estos crecimientos serían menores que en un escenario económico alternativo (sin sistema de convertibilidad desde 1998). *El crecimiento de estas variables se explica por el ambiente de estabilidad, la credibilidad en el sistema de convertibilidad*, las reformas económicas emprendidas, pero especialmente por la gran afluencia de capitales externos.

El crecimiento fue alto en los años 1992-1998 (excepto 1995), la tasa expansión promedio anual ascendió a 6.4%. *El flujo de capitales* externos hacia la región, en la forma de inversión extranjera y capitales de corto plazo, pero particularmente a Argentina por las importantes privatizaciones de empresas estatales, *permitió que la inversión se sostenga en niveles razonables, así como, expandir el crédito interno*. La inversión bruta fija interna creció a una tasa promedio de 15.8% en el mismo periodo. Las exportaciones de bienes y servicios reales, fueron también impulsadas, pero no tanto que en el escenario alternativo (sin convertibilidad desde 1998), no por el sistema de convertibilidad, sino principalmente por la inversión extranjera. La tasa media de incremento de estas exportaciones ascendió a 10.2% en el periodo 1992-1998. Pero lo que se debe notar es que el ritmo de crecimiento tanto de la inversión como de las exportaciones de bienes y servicios observaron tendencias descendentes; las inversiones de manera fluctuante desde 1992 y las exportaciones desde 1996.

Cabe anotar que en 1995 Argentina atravesó una crisis. El PBI cayó 2.9% como resultado de *aumentos en las tasas de interés en los Estados Unidos, lo que redujo la entrada de capitales del exterior* a partir de febrero de 1994, originando el aumento de las tasas de interés internas (las activas pasaron de 12% en 1994 a 28% en 1995) y menor crecimiento del crédito interno (de 50% en 1994 a 17% 1995).

La importancia de los ingresos de capitales externos, con incidencia en el sector real, se puede ver a través de la inversión extranjera directa (IED). En Argentina la IED adquiere más importancia desde 1996 al aproximarse a los US\$ 5,000 millones, importe que se elevó en 1999 y el 2000 hasta US\$ 22,600 millones y US\$ 10,553 millones, respectivamente. La IED de 1999 se debe principalmente a la privatización de Yacimientos Proliferas Fiscales (YFP) la que fue adquirida por Repsol, la operación representó aproximadamente US\$ 13,000 millones.

La pérdida de competitividad ha estado incidiendo adversamente en el sector real y en la balanza de pagos, sus efectos no se evidenciaron por cuanto el ingreso de capitales externos que constituyó una importante inyección a la inversión, las exportaciones, y por tanto, al crecimiento, apocaron al efecto negativo del sistema de convertibilidad.

4.3.3 Algunas Lecciones del Caso Argentino

De la crisis del sistema de convertibilidad de la economía argentina se deducen las siguientes lecciones:

- *El endeudamiento público externo no puede ser alto indefinidamente*, este debe concertarse en el marco de una política general de endeudamiento público que contemple límites al endeudamiento, stock y servicios de la deuda que eviten altas concentraciones de los vencimientos del principal y busque reducir y diversificar los riesgos de mercado del servicio de deuda, todo lo cual se hace más perentorio en el actual contexto de la globalización de la economía mundial.

- ***Los problemas de deuda se complican ante la falta de políticas coherentes, creíbles y oportunas***, y de autoridades que irradian confianza entre los inversionistas extranjeros, debido a que la ausencia de estos incrementa el riesgo país, las tasas de interés, la fuga de capitales, la especulación contra la moneda nacional, la evasión tributaria, entre otros hechos, derivándose en una situación de insolvencia y con el subsiguiente cese en el pago del servicio de la deuda pública.
- ***Es necesario mantener una política fiscal disciplinada y en equilibrio en el mediano plazo***. Además deberá ser contracíclica, es decir, generar superávits en los años de alto crecimiento para compensar los déficits de los años de bajo crecimiento.
- ***Es indispensable erradicar la corrupción en el Estado y combatir el sistema político propenso a políticas populistas***, pues estos despilfarran los recursos públicos bajo diversas modalidades (coimas, la fijación de altos sueldos, empleo al clientilaje, obras de interés político sin respaldo técnico, etc.). Aquí confluyen la corrupción de funcionarios públicos y del sistema político tradicional.
- ***Es necesario mantener instituciones sólidas que den confianza a los ciudadanos***, que respetaran sus derechos con arreglo a leyes estables, que sus tributos serán empleados eficientemente en gastos prioritarios y que la justicia es igual para todos.
- ***Fijar una moneda con respecto a otra como el dólar es muy arriesgado en un mundo con tipos de cambio predominantemente flexibles***. Cuando se opta por un régimen de este tipo, con libre movilidad de capitales, es necesario contar con precios flexibles en los

mercados de bienes y de factores a fin de absorber los shocks exógenos a la economía nacional.

- No considerar el desempleo o el crecimiento en el diseño de la política económica es muy arriesgado, porque se podría agravar el problema social y generar inestabilidad política.

CAPÍTULO V

Dolarización de la Economía Peruana

En este capítulo resumiremos las opiniones de dos economistas sobre la conveniencia o no de dolarizar una economía, principalmente de países latinoamericanos como el Perú. El propósito de estos resúmenes es mostrar el actual debate que existe sobre el tema en relación a si es conveniente o no dolarización una economía y al mismo tiempo indicar que existen opiniones discrepantes en un tema tan importante y controversial: cambiar el patrón monetario de la economía oficialmente, es decir dolarizarla completamente.

5.1 Opinión Favorable sobre la Dolarización⁵

El autor establece que *dolarizar completamente la economía no partiría de cero, si no de una dolarización parcial*, ya que existe mucha dolarización de activos y de depósitos en la mayoría de los países de Latinoamérica. Asimismo, *Los países latinoamericano están afectados por factores externos* como por ejemplo la política monetaria de Estado Unidos. *Todos los países*

⁵ Guillermo Calvo, Doctor en Economía y Profesor de la Universidad de Maryland.

de América Latina están pendientes si es que el FED sube o no las tasa de interés. Otro factor importante es el contagio, todos los han sufrido. En este sentido, los factores externos afectan a los países latinoamericanos, independientemente del sistema cambiario.

Por otro lado, el autor concluye que *los Bancos Centrales han sido parte del problema, es decir han sido hiperactivos.* Un ejemplo de esto fue la crisis mexicana (1994), cuando ocurrió el efecto tequila. La caída de las reservas mexicanas estuvo asociado con el crédito del Banco Central, lo cual generó tensiones en el sistema financiero e incremento las tasas de interés. En este contexto, Banco Central trató de ayudar, inyectando liquidez en el sistema, se perdieron reservas internacionales y con ello se inició la crisis. El punto es que los Bancos Centrales terminan teniendo muy poco poder y, cuando tratan de ejercitarlo, desenlazan la crisis.

Asimismo, uno de los aspectos que forma parte del debate actual es la flotación del tipo de cambio, es decir, lo opuesto a una dolarización que está comprendido como un sistema de tipo de cambio fijo. El autor indica que existen muchos riesgos por mantener un tipo de cambio flotante o flexible. Así por ejemplo, si se posee deuda en dólares, la flotación es muy peligrosa porque puede depreciar el tipo de cambio y con ello es posible que no se puedan pagar las deudas. Además, durante períodos de contagio, el tipo de cambio es un factor más de incertidumbre. Chile, por ejemplo, redujo la amplitud de su banda cambiaria inmediatamente después de la crisis y después la volvió a ampliar. En un inicio se utiliza la tasa de interés tratando de que el tipo de cambio no flote. Después, tímidamente, se deja flotar y se implanta un sistema de flotación sucia que no necesariamente da claridad.

El sistema de flotación en la práctica tiene las siguientes características:

- Miedo de flotar.
- Es muy difícil encontrar economías emergentes que tomen la flotación como sistema y que no tengan muchas reservas internacionales. La idea de flotar es que a un país no le importan las reservas internacionales. Pero eso no pasa en ninguno de los países que tienen este régimen cambiario, tanto en el caso de México, Brasil o en el Perú, las reservas internacionales son muy importantes ya que les permite intervenir en el mercado de divisas. Eso es lo que le da credibilidad al sistema y ha dado efectividad al sistema peruano. A su vez, todo esto permite usar la tasa de interés como instrumento, convierte a la política monetaria en una más creíble.

Guillermo Calvo indica que no existe necesidad de tener un Banco Central que realice las funciones de prestamista de última instancia. Se puede tener líneas de crédito contingentes con el sector privado y el sector público. Por otro lado, se puede tener una presencia más importante de la banca internacional, lo que en cierto sentido provee el prestamista independientemente de las casas matrices.

Finalmente, lo que se debería observarse cuando se habla de dolarización es que los países latinoamericanos ya están dolarizados. Dolarizar completamente la economía no es un paso importante, los beneficios son claros y los costos se pueden, en principio, reducir con regulación prudencial y un tratado con los Estados Unidos.

5.2 Opinión Desfavorable sobre la Dolarización⁶

La autora no comparte la idea que la dolarización elimina el riesgo cambiario, disminuye las tasas de interés y con ello se promueve el crecimiento. El principal problema de un país desde el punto de vista del inversionista no es tanto la percepción del riesgo cambiario, sino la percepción del riesgo de no pago. Los países de América Latina que son mejor tratados en el mercado son aquellos que tienen lo que se llama grado de inversión (investment grade). Solamente existen dos países que tienen el investment grade: Colombia y Chile.

Asimismo, al no estar muy dolarizados, ¿qué tienen en común estos países? Ellos nunca han reestructurado su deuda, no tienen bonos Brady, nunca pusieron en duda ante los mercados que iban a poder pagar o no; por consiguiente, el mercado los premia con ese grado de inversión que implica una calidad de inversionista de mayor sofisticación que el resto de países de América Latina que cuenta con dicha clasificación.

Existen elementos estructurales que la dolarización simplemente no puede contemplar, los shocks reales. Si comparamos la evolución de los cambios porcentuales en tres países, México, Perú y Argentina, se podrá observar que el Perú sufre los mayores shocks de términos de intercambio, simplemente por la estructura de producción. Cuando un país sufre un shock tan grande como éstos, en realidad sufre un shock a la riqueza, es decir, un shock real, el que se traducirá en un ajuste de precios relativos, no nominales, entre los bienes comerciales y no comerciales. Este ajuste se dará en el mercado independientemente de la moneda de la que estamos hablando.

⁶ Liliana Rojas – Suárez, economista jefe para América Latina del Deutsche Bank.

Pero, ¿qué se hace con el ajuste de la moneda que está ocurriendo?, ¿cómo se maneja? Si no se cuenta con la política monetaria, el ajuste, como ya se mencionó, tendrá que ser vía cantidades y el costo es muy grande: una recesión mucho mayor, sobre todo si se habla del Perú, cuya dependencia de los términos de intercambio se encuentra entre las más altas de la región. Por otro lado, en el caso de un tipo de cambio flexible, el ajuste se compensa con una mayor aceleración de la depreciación del tipo de cambio; el beneficio es una menor recesión. ¿por qué es un beneficio tener una menor recesión? Porque esto es consistente con la creencia de que el riesgo mas importante que valoran los mercados en los países es el riesgo de no pago. Si simplemente la economía decrece y se tiene una deuda dada, la percepción será que dicho país no va a poder pagar.

Otro aspecto de discrepancia es considerar que no existen prerequisites para la dolarización. La autora indica que no se puede aceptar el argumento de que un país con un sistema bancario en problemas puede dolarizar sin problemas. Si se tiene una crisis bancarias, la única forma de solucionarla es transfiriendo recursos reales al sistema financiero, que son básicamente fiscales, y tampoco la dolarización puede hacer nada por ello.

Finalmente, *si el riesgo de no pago es el riesgo mayor, y no el riesgo cambiario*, entonces siempre en un momento dado, independientemente del tipo de cambio, se deberá contar con suficiente liquidez para probar al mundo que se puede repagar. Teóricamente se podría decir que siempre el tipo de cambio puede ajustarse para generar un superávit en cuenta corriente que permita transferir los recursos, pero el ajuste de la cuenta corriente con respecto del tipo de cambio toma tiempo. En negativo tener muchas reservas internacionales con un régimen de tipo de cambio flexible en un país, siempre y cuando se esté hablando de América Latina,

puesto que no se puede con una sola herramienta, el tipo de cambio, solucionar demasiados problemas; y la volatilidad requiere liquidez y la liquidez son las reservas.

CAPÍTULO VI

Conclusiones y Recomendaciones

6.1 Conclusiones

- No existen experiencias relevantes de economías emergentes que hayan adoptado un esquema de dolarización completa como el que se ha querido desarrollar en el presente documento. Con excepción de Ecuador, que dolarizó su economía en marzo del 2000, no existen países con un tamaño o niveles de ingreso o trayectoria económica comparables a los países latinoamericanos en las que se está discutiendo la opción de abandonar la moneda doméstica y a su vez renunciar totalmente a tener algún tipo de política monetaria.

Por tanto, toda discusión respecto a este tema se enmarca necesariamente sobre el plano hipotético o de conjeturas. El caso ecuatoriano es de reciente aplicación, lo cual hace prematuro calificar este régimen cambiario sin antes poder conocer a plenitud tanto los costos como los beneficios de la dolarización.

- La dolarización es una opción que merece ser considerada seriamente y ser evaluada en forma sistemática, país por país, incorporando en la evaluación las características tecnológicas de cada economía en particular, el sistema productivo, el sistema financiero, el sistema de pagos, las referencias del público y las preferencias en la función objetivo del gobierno.
- Desde la perspectiva de la globalización y la forma como está evolucionando el mundo, buscando una convergencia entre regiones y monedas, se prevé que en el largo plazo no habrá discusiones de si la dolarización es conveniente o no. En efecto, en el largo plazo, la dolarización, entendida en su concepción genérica como la sustitución oficial de una moneda local por una extranjera, será la opción monetaria a la que se acojan los países. El tener muchas monedas implicará pagar altos costos de transacción y por consiguiente ser ineficientes.
- Las principales conclusiones respecto a los riesgos de dolarizar la economías podrían resumirse en los siguientes:
 1. Es probable que los países se muestren reacios a retirar su propia moneda, un símbolo de identidad nacional, para escoger la de otro país. Desde este punto de vista es muy probable que exista una fuerte resistencia política cuando se decida sustituir la moneda local por la extranjera.
 2. Desde el punto de vista económico, el derecho a emitir la moneda del país otorga al gobierno unos ingresos de señoreaje que aparecen como utilidades del Banco Central y que son transferidos al gobierno central. En el caso peruano, el señoreaje

proporciona al gobierno en promedio aproximadamente US\$ 3,600 millones anuales. Si se dolariza la economía, el Estado peruano dejaría de recibir estos ingresos y lo percibiría Estados Unidos, a menos que se establezcan mecanismos de mutuo beneficio tal como lo están proponiendo diversos analistas.

3. El país que dolarice su economía cederá toda posibilidad de tener una política monetaria y cambiaria autónoma, así como los créditos del Banco Central para facilitar liquidez al sistema financiero en situaciones de inestabilidad.
- Las principales conclusiones con respecto a las oportunidades de una dolarización son:
 1. La dolarización evita las crisis monetarias y de balanza de pagos. Sin moneda nacional no hay posibilidad de una depreciación fuerte, ni de salidas súbitas de capital motivadas por el temor de una devaluación.
 2. Con la dolarización, y al rechazar la posibilidad de un financiamiento inflacionario, los países tienen la oportunidad también de reforzar sus instituciones financieras y de crear condiciones favorables a la inversión, nacional y extranjera.
 3. La dolarización alienta aún más y acelera la integración económica debidos a que conduce a una profundización de los lazos económicos entre economías emergentes y la economía dominante (para el Perú Estado Unidos), lo que promueve el desarrollo económico de la economía menos desarrollada.

- La dolarización como se ha indicado implica renunciar a tu moneda y tomar una moneda "fuerte", sin embargo en el presente trabajo se ha asumido que la moneda fuerte es infalible. Pero ¿qué pasaría si esta moneda deja de ser fuerte?, entonces habría que volver a evaluar si es que sería beneficioso dolarizar la economía.

6.2 Recomendaciones

- *Dolarizar la economía peruana completamente es una discusión de largo aliento.* Se prevé que a medida que los mercados financieros y de bienes se globalicen aún más, se formen grupos económicos como la Comunidad Europea, el Tratado de Libre Comercio y algunos grupos económicos en Asia, la discusión de la dolarización tomará cada vez más importancia. La dolarización de economías pequeñas como la peruana seguirá un tendencia natural en la medida que se integren o formen parte de algún grupo económico.

En el largo plazo, si la tendencia es formar un solo grupo económico conformado por todos los países del Continente Americano, entonces, la adopción de un único patrón monetario, es decir una dolarización completa, esta implícito. En este contexto, *para que el Perú no quede rezagado de una posible formación de un mercado común americano debe impulsar un economía competitiva, flexible y estable.* La experiencia demuestra que los países que más ventajas han sacado de los procesos globalización o de uniones económicas son los que en mejor medida han cumplido con estos tres aspectos.

- En los últimos años la dolarización completa de economías pequeñas como la ecuatoriana ha estado asociado a graves problemas económicos. Este aspecto fundamental que impulsa a los países optar oficialmente por un patrón monetario sustentado en moneda extranjera no tiene nada que ver con los sólidos fundamentos de la economía peruana, construidos en más de ocho años de estabilidad económica. Por esta razón, ***en el corto plazo, es recomendable, antes que una dolarización completa, reorientar a la economía hacia un proceso de solarización que permita al Banco Central tener un mejor manejo de la política monetaria***, y con ello, tener un mayor control de la cantidad de dinero de la economía que permita garantizar la estabilidad macroeconómica, lo cual es condición necesaria para el crecimiento sostenido de largo plazo.
- Al respecto, muchas veces se ha propuesto desdolarización o solarización progresiva la economía peruana, sin embargo, en la práctica este resultado aún no ha sido alcanzado. El punto de partida al respecto es reconocer que el mercado de capitales en soles de largo plazo no existe y su desarrollo es una condición básica para el desarrollo de nuestro país. Es por ello que se han emitido bonos indexados (bonos VAC, por valor actualizado constante). Esta emisión no sólo tiene como objetivo darle mayor credibilidad a la moneda nacional y eliminar uno de los problemas que posee, el no poder financiarse con ella a plazos más largos, sino disminuir las altas tasas de interés. En este sentido, ***para consolidar la solarización de la economía, se debe evaluar mecanismos para fomentar el mercado de capitales en moneda local de largo plazo***.
- Está por verse si el proceso de dolarización completa puede estar asociado a un tratado firmado con los Estados Unidos para aprovechar el señoreaje. En esta situación, la política monetaria se circunscribiría a aquella emanada de la Reserva Federal. Entonces se debe

tener presente que la dolarización privilegia la estabilidad monetaria, pudiendo sacrificar otros objetivos macroeconómicos. En este sentido para el éxito de la misma se requiere no sólo un contexto mundial de la relativa estabilidad, sino que los ciclos económicos de los países involucrados estén altamente sincronizados. *De otra forma, las políticas de la Reserva Federal, pueden generar efectos contraproducentes en los países de mercados emergentes dolarizados. Por esta razón, antes de dolarizar la economía, debe entablarse mecanismos de coordinación no solo para el mutuo aprovechamiento del señoreaje si no también para no generar efectos macroeconómicos contraproducentes que puedan afectar nuestra economía.*

- *Los países que más se beneficiarían con la dolarización son aquellos que ya estén integrados con Estados Unidos en sus relaciones comerciales y financieras. Sin embargo, la mayoría de los países de América Latina son bastante diferentes de Estados Unidos en cuanto a estructura económica, y es probable que no se beneficiaran mucho con la dolarización a menos que integraran estrechamente sus mercados, como en la Unión Europea. Un primer paso, antes de dolarizar los países de América Latina, entre ellos al Perú, debe contemplar la unión económica de todos sus integrantes, es decir, la formación de un mercado común latinoamericano.*
- *¿Cuál es el resultado neto de los riesgos y oportunidades de dolarización completamente la economía peruana?. Del análisis realizado en el presente documento, la respuesta es ambigua debido a la complejidad del tema y a los escasos conocimientos que se tienen actualmente. Como mínimo, se pueden calcular las oportunidades potenciales de contar con tasas de interés más bajas y los riesgos de perder el ingreso que produce el señoreaje. Pero muchas de las consideraciones más importantes, como el valor que pueda tener una*

opción de salida o la protección del prestamista de última instancia, no son en la práctica cuantificables. En este sentido, *el tema de la dolarización completa es aún un campo de la economía que se está iniciando, por lo que es recomendable buscar una mayor profundización del tema para tomar la decisión correcta sobre la opción de dolarizar o no la economía oficialmente.*

Bibliografía

ARMAS Adrián, GRIPPA Francisco, QUISPE Zenón y VALDIVIA Luis, “De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: el caso peruano”, Lima: Banco Central de Reserva del Perú, 2000.

ARAMBURU PORRAS, Fernando, “Los procesos de dolarización de América Latina”, “El sistema monetario panameño y sus efectos financieros y comerciales”, Comunidad Andina, 2000, Paginas 55 – 71.

BALL, Laurence, “Reglas de Política y Choques Externos”, Lima: Banco Central de Reserva del Perú, 2000, pagina 15.

BANCO NACIONAL DE PANAMÁ, “10 ensayos sobre el sistema monetario de Panamá”, Banco Nacional de Panamá, 1998.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA, “Evaluación de la Dolarización en Ecuador”, Oficina de Estudios Internacionales, Paper, 2001.

BERG, Andrew y BORENSZTEIN, Eduardo, “Plena Dolarización: Ventajas e Inconvenientes”, Washington D.C.: Fondo Monetario Internacional, 2000, paginas 29.

BOGETIC, Z, "Official o Full Dollarization: Recent Issues and Experiences", Fondo Monetario Internacional, junio 1999.

CALVO, Guillermo y REINHART, Carmen, "Reflections on Dollarization", University of Maryland and NBER, 2000, paginas 9.

CASTILLO, Paul, "¿La Dolarización Total de la Economía?", Lima, Revista Moneda # 114, BCRP, 1999, paginas 61 -64

CASTILLO, Paul, "Circulante en Moneda Extranjera: Perú 1991 – 1996", Lima, BCRP, 1997.

CHANG, Roberto y VELASCO, Andrés, "Dollarization: Analytical Issues", Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002, paginas 25.

CRAINE, Roger, "Dollarization: An Irreversible Decisión", California: Department of Economics - University of California at Berkeley, 2001, paginas 21.

CUBA, Elmer, "¿Dolarización total en el Perú?", Revista Moneda # 114, BCRP, 1999, paginas 65 -66.

DU BOIS, Fritz y MORÓN, Eduardo, "Los Riesgos y Oportunidades de Dolarizar la Economía Peruana", Lima: Instituto Peruano de Economía (IPE) y Universidad del Pacífico, 1999, paginas 16.

DE LA ROCHA, Javier, “Para dolarizar la economía se debe crear confianza en el sol”, en *La República*, Lima 17 de Julio de 1999, pagina 11.

FERNÁNDEZ-BACA, Jorge, “Dinero, Precio y Tipo de Cambio”, 2ª. edición, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1997, paginas 452.

JIMENEZ, Felix, “La propuesta de dolarización: ¿un paso atrás?”, *Revista Moneda* # 114, BCRP, 1999, paginas 67 – 69.

MENDOZA, Waldo y OLIVARES, Alejandro, “Los Determinantes del Tipo de Cambio y la Tasa de Interés en una Economía con un Sistema Bancario Dolarizado”, Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, 1998, paginas 24.

MENDOZA, Waldo y, DANCOURT, Oscar, “Los Dos Canales de Transmisión de la Política Monetaria en una Economía Dolarizada”, Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, 1999, paginas 39.

MORENO, Juan Luis, “La Experiencia Monetaria de Panamá: Lecciones de una Economía Dolarizada con una Banca Internacional”, Banco Nacional de Panamá, 1997.

MORÓN, Eduardo, “Currency Substitution and the Moneyness of Monetary Assets”, California: Department of Economics – UCLA, 1997, paginas 43.

PEREYRA, Carlos y QUISPE, Zenón, “¿Es Conveniente una Dolarización Total en una Economía Parcialmente Dolarizada?”, Lima: Banco Central de Reserva del Perú, 2001, paginas 25 - 47.

ROJAS – SUARÉZ, Liliana, “Los procesos de Dolarización de América Latina” (ed) “La Dolarización en Ecuador”, Comunidad Andina, 2000, paginas 41-51.

ROSSINI, Renzo, “ Stenghtening the International Finantial System: Some Lessons from the Peruvian Case”, Artículo preparado par la Reunion Técnica de los G-24, Lima – Perú, Marzo del 2000.

SAVASTANO, Miguel, “Dolarización en América Latina: La Reciente Evidencia y Algunos Problemas de la Política”, Working Paper del Fondo Monetario Internacional, 1996.

SACHS, Jeffrey y LARRAÍN Felipe, “Macroeconomía en la Economía Global”, 2ª. Edición, Pontificia Universidad Católica de Chile y Universidad de Harvard, Marzo del 2002.

SCHULDT, Jürgen, “Latin American Official Dollarization: Political Economy Aspects”, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 2000, paginas 26.