

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA**  
**FACULTAD DE INGENIERÍA ECONÓMICA Y CIENCIAS**  
**SOCIALES**



**LA DOLARIZACIÓN DE LA ECONOMIA , VENTAJAS E**  
**INCONVENIENTES**

**INFORME DE SUFICIENCIA**

**PARA OPTAR EL TÍTULO PROFESIONAL DE:**

**INGENIERO ECONOMISTA**

**POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACIÓN DE CONOCIMIENTOS**

**ELABORADO POR:**

**VICTOR ANTONIO DAVID TINEO**

**LIMA – PERÚ**

**2002**

*Quiero dar gracias a Dios primeramente, ya que sin El nada somos, a mis padres y a mis profesor, ya que todos ellos contribuyeron a que pueda realizar uno de mis mayores sueños.*

*Dedico el presente trabajo a Emilio y Francisca, mis padres, que gracias a sus consejos, amor y paciencia he podido cumplir con uno de mis mayores anhelos.*

# **I. CURRÍCULUM**

## **II. INFORME DE SUFICIENCIA**

## ***DOLARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA, VENTAJAS E INCONVENIENTES***

<b><i>Introducción</i></b> .....	3
<b>1. Marco Teórico</b> .....	5
<b>1.1 Regímenes cambiarios</b> .....	5
<b>1.2 Régimen de tipo de cambio fijo</b> .....	7
1.2.1 El equilibrio en el mercado de divisas con tipo de cambio fijo .....	8
1.2.2 El equilibrio del mercado monetario con tipo de cambio fijo.....	9
1.2.3 La Política Monetaria.....	11
1.2.4 La Política Fiscal .....	12
<b>2. La dolarización de la economía, ventajas e inconvenientes</b> .....	15
<b>2.1 ¿ Qué es la dolarización?</b> .....	15
<b>2.2 Ventajas e inconvenientes de la dolarización</b> .....	17
2.2.1 La prima de riesgo .....	20
2.2.2 Señoreaje .....	21
2.2.3 Estabilidad.....	23
2.2.4 Efectos sobre el comercio e integración financiera.....	24
2.2.5 Opción de Salida.....	25
2.2.6 Función de prestamista de última instancia y estabilidad del sistema financiero .....	28

<b>3. La experiencia Panameña.....</b>	<b>30</b>
3.1 Características de la economía panameña.....	30
3.2 El sistema monetaria – bancario panameño.....	32
3.3 Beneficios y supuestas desventajas del sistema monetario-bancario Panameño.....	33
<b>4. La dolarización en Ecuador.....</b>	<b>36</b>
4.1 Antecedentes.....	36
4.2 Dolarización de la economía Ecuatoriana .....	38
4.3 Evaluación de la dolarización.....	40
<b>5. Dolarizar la Economía Peruana.....</b>	<b>45</b>
5.1 Kurt Schuler.....	45
5.2 Guillermo Calvo.....	48
5.3 Miguel Savastano.....	52
5.4 Liliana Rojas-Suarez.....	57
<b>6. Conclusiones.....</b>	<b>61</b>
<b>7. Índice Temático.....</b>	<b>65</b>
<b>8. Bibliografía .....</b>	<b>67</b>

## ***INTRODUCCIÓN***

El tema de la dolarización en América Latina viene adquiriendo cada vez mayor importancia en los debates sobre la evolución del sistema financiero internacional y el futuro de las monedas nacionales . La globalización financiera, el afianzamiento de la unión monetaria europea y el lanzamiento en 1999 del euro con su progresiva consolidación en los mercados financieros internacionales, alientan el debate con la hipótesis de la conformación de bloques monetarios en el futuro.

Se entiende por dolarización , a la situación en la que un país adopta oficialmente la moneda de otro país para el desempeño de todas sus transacciones financieras, exceptuando quizás el empleo de moneda fraccionaria. **El término dolarización tiene en este caso un uso genérico y básicamente se refiere a que un país utiliza la moneda de otro país.**

La presente monografía tiene como finalidad, **resumir las principales ideas vertidas en distintos papers por economistas respecto a este tema.** Hablar de una dolarización, de sus ventajas e inconvenientes resulta complicado debido a una falta casi absoluta de

experiencias históricas. Incluso si hubiesen casos de países para estudiar, tendrían que haberse producido durante periodos mas largos que los que se acostumbran para evaluar las opciones monetarias y cambiarias (Panamá es un caso especial, que también será abordado en la presente monografía) .

El presente trabajo consta básicamente de cuatro partes :

La primera parte tiene que ver con el marco teórico. Como se sabe la dolarización se encuentra clasificada como una modalidad de régimen de tipo de cambio fijo. En esta parte se detallan las principales características de este régimen.

La segunda parte desarrolla en sí el tema de la dolarización. Empieza definiendo el concepto de dolarización. Luego detalla las ventajas e inconvenientes de una dolarización.

En la tercera parte se describen dos experiencias de dolarización como es el caso de Panamá y Ecuador , cada uno con sus características particulares. Adicionalmente se presenta un resumen de las principales ideas expuestas en el seminario: “Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades”, efectuado en Julio de 1999 y organizado por la Universidad del Pacífico y el Instituto Peruano de Economía.

En la cuarta parte se enumeran las conclusiones del presente trabajo .

Finalmente se incluye un índice temático y la bibliografía.

## ***1. MARCO TEORICO***

Existen un conjunto de regímenes cambiarios los cuales a continuación se detallan<sup>1/</sup> :

### **1 Tipos de Cambio Flexibles**

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

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

### **2 Regímenes intermedios**

2.1 *Banda cambiaria*, cuando flota entre determinados límites y en torno a una paridad central.

2.2 *Fijación a una canasta*, no a una sola moneda foránea, sino a un promedio ponderado de otras monedas.

---

<sup>1/</sup> Jeffrey Frankel, "No Single Currency Regime is Right for all Countries" y Fred Bergsten, "Alternative Exchange Rate System and Reform of the International Financial Architecture", 1999.

2.3 *Minidevaluaciones (crawling peg)*, en la que la política consiste en preanunciar pequeñas devaluaciones cada semana.

2.4 *Fijación adaptable*, en la que 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 balanzas de pagos.

### 3 Tipos de Cambio Fijos (rígidos)

3.1 *Fijación oficial*, en la que se congela y se tiene la intención de mantener el tipo de cambio a un determinado nivel (con intervención del Banco Central)

3.2 *Caja de Conversión*, en la que la fijación se da por ley (no sólo por voluntad), en la que la base monetaria está respaldada por (y aumenta y disminuye en función a) divisas foráneas y en la que los déficit de balanza de pagos llevan a restringir la política monetaria, ajustando así automáticamente el gasto.

3.3 *Dolarización* , en la que se adopta una moneda extranjera como dinero legal, que puede ser unilateral o acordada intergubernamentalmente<sup>2/</sup>.

3.4 *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 clasificada dentro del régimen de tipo de cambio fijo, a continuación desarrollamos este régimen cambiario ( no se

---

<sup>2/</sup> Willen Buitre, The EMU and the NAMU, What is the case for North American Monetary Union?, Conferencia de la Canadian Economic Association, 1999

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, todo se centrará en la Dolarización).

### ***1.2 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, un 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 marco respecto al dólar en 2 marcos por dólar, el Bundesbank debe aceptar comprar marcos con sus reservas de dólares, y en cualquier cantidad que el mercado lo solicite, a un tipo de cambio de 2 marcos por dólar. El banco también debe estar dispuesto a comprar cualquier cantidad de activos denominados en dólares que el mercado quiera vender, para obtener marcos a dicho tipo de cambio. Si el Bundesbank, interviniendo en el mercado, no eliminase posibles excesos de oferta o de demanda de marcos alemanes, se tendría que modificar el tipo de cambio y por consiguiente dejaría de ser un régimen de tipo de cambio fijo.

El banco central solo 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. El proceso a través del cual se mantiene el

equilibrio del mercado de activos (bonos, acciones), viene ilustrado mediante el modelo de equilibrio simultaneo en el mercado de divisas y en el mercado monetario.

### ***1.2.1 El equilibrio en el mercado de divisas con tipo de cambio fijo***

Comencemos considerando como el equilibrio en el mercado de tipo de cambio puede ser mantenido cuando el banco central fija un tipo de cambio permanente, en un nivel  $E^0$

El mercado de divisas se encuentra en equilibrio cuando se cumple la condición de paridad de interés, es decir, cuando el tipo de interés interno,  $R$ , es igual al tipo de interés externo,  $R^*$  más  $(E^e - E)/E$ , siendo  $E^e$ : tipo de cambio esperado y  $E$ : tipo de cambio nominal, expresión que indica la tasa de depreciación esperada de la moneda nacional respecto a la moneda extranjera. No obstante, cuando el tipo de cambio esta fijado en  $E^0$ , y los participantes en el mercado esperan que permanezca invariable, la tasa de depreciación esperada de la moneda nacional es cero. La condición de la paridad de interés implica, por tanto, que  $E^0$  es el valor del tipo de cambio actual solamente si

$$R=R^*$$

Ya que los participantes en el mercado de divisas no esperan ninguna variación en el tipo de cambio, solo se encontraran satisfechos de mantener los depósitos disponibles en moneda nacional y extranjera si tales depósitos ofrecen en el mismo tipo de interés.

Con el fin de establecer el equilibrio en el mercado de divisas cuando el tipo de cambio se establece de forma permanente en  $E^0$ , el banco central deberá mantener  $R$  igual  $R^*$  (en este modelo se debe cumplir esta igualdad). Ya que el tipo de interés interno viene determinado

por la interacción de la demanda de saldos reales y de la oferta monetaria, se debe analizar el mercado monetario para completar el estudio de la determinación del tipo de cambio.

### ***1.2.2 El equilibrio del mercado monetario con tipo de cambio fijo***

Con el fin de mantener el tipo de interés en  $R^*$  la intervención del banco central en el mercado de divisas debe ajustar la oferta monetaria:

$$M^s/P=L(R^*,Y)$$

Dados  $P$  e  $Y$ , la condición de equilibrio anterior establece cual debe ser la oferta monetaria si el tipo de cambio fijo es consistente con el equilibrio del mercado de activos, con un tipo de interés externo  $R^*$ .

Cuando el banco central interviene para mantener el tipo de cambio fijo, debe ajustar simultáneamente la oferta monetaria interna, de forma que se mantenga el equilibrio del mercado monetario con  $R=R^*$ . Un ejemplo mostrara como se realiza este proceso. Supongamos que el banco central ha fijado el tipo de cambio  $E$  en  $E^0$  y que el mercado de activos se encuentra inicialmente en equilibrio. Si el producto se incrementa, para que el mercado de divisas se mantenga en equilibrio con un  $E^0$ , es necesario que el banco central restablezca el equilibrio del mercado de activos para dicho tipo de cambio, suponiendo que los particulares esperan que el tipo de cambio  $E^0$  se mantenga en el futuro. Podemos plantear entonces nuestra cuestión del siguiente modo: ¿Qué medidas de carácter monetario mantienen en el tipo de cambio fijo si se espera que este no varíe en el futuro?.

Un incremento del producto aumenta la demanda de dinero nacional, y este aumento de la demanda de dinero normalmente presiona el tipo de interés al alza. Para evitar una

apreciación de la moneda nacional, la cual se produciría dado que los particulares esperan que el tipo de cambio permanezca fijo en  $E^0$  en el futuro, el banco central debe intervenir en el mercado de divisas comprando activos externos. Esta adquisición de activos externos elimina el exceso de demanda de dinero interno, ya que el banco central facilita liquidez al pagar los activos externos que adquiere. De este modo, el banco incrementa simultáneamente la oferta monetaria hasta que el mercado de activos se equilibra de nuevo con  $E=E^0$  Y  $R=R^*$ .

Si en vez de aumentar la oferta monetaria cuando el producto se incrementa, el banco la mantuviese constante, ¿podría todavía mantener el tipo de cambio en  $E^0$ ? La respuesta es que no. Si el banco central no cubriese el exceso de demanda de dinero originado por un aumento del producto, para equilibrar el mercado de dinero interno, el tipo de interés interno se situaría por encima del tipo de interés externo  $R^*$ . Los agentes del mercado de divisas, dadas las expectativas, anticiparían que los depósitos en moneda interna ofrecen una tasa de rentabilidad mas elevada, y ofrecerían cada vez un mayor precio por el dinero nacional en términos del dinero externo. En ausencia de una intervención del banco central, el tipo de cambio se situaría, por tanto, por debajo de  $E^0$ . Con el fin de evitar esta apreciación, el banco debe vender dinero nacional y comprar activos externos, de este modo incrementa la oferta monetaria y evita que un exceso de demanda de dinero sitúe los tipos de interés internos por encima de  $R^*$

### ***1.2.3 La política monetaria***

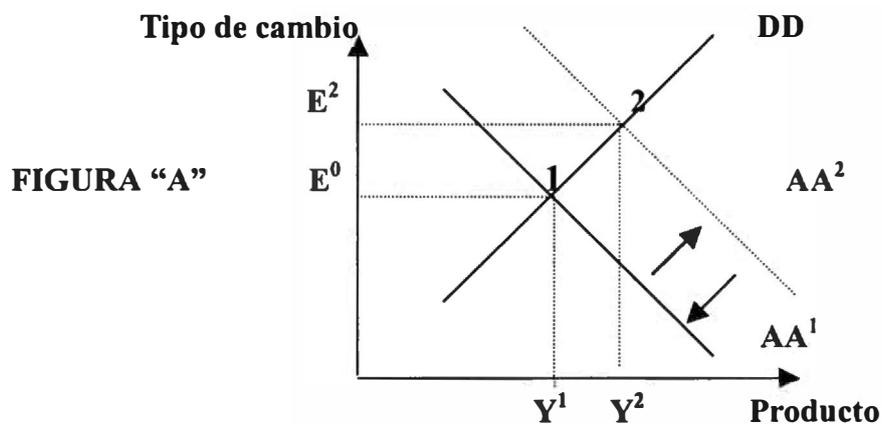
La Figura A, muestra el equilibrio a corto plazo en el punto 1, cuando el banco central fija el tipo de cambio en el nivel  $E^0$ . En este punto, el producto es igual a  $Y^1$ , la oferta monetaria se encuentra en el nivel en que el tipo de interés interno es igual al tipo de nivel externo  $R^*$ , y equilibra el mercado de dinero interno. Supongamos ahora que con el fin de incrementar el producto, el banco central decide aumentar la oferta monetaria mediante la adquisición de activos internos.

Bajo un sistema de tipo de cambio flexible, el aumento de los activos internos del banco central trasladaría la función de equilibrio del mercado de activos,  $AA^1$ , hacia la derecha, hasta  $AA^2$  y, en consecuencia, se produciría un nuevo equilibrio en el punto 2 y una depreciación de la moneda.

Con el fin de evitar esta depreciación y mantener el tipo de cambio en  $E^0$ , el banco central vendería en el mercado de divisas activos externos por moneda nacional. El dinero que el banco emisor ingresa queda fuera de circulación, y la curva de equilibrio del mercado de activos, a medida que la oferta monetaria disminuye, retrocede de nuevo hacia su posición inicial. Solo cuando la oferta de dinero haya vuelto a su nivel original, de forma que la función del mercado de activos sea de nuevo  $AA^1$ , desaparecerá la presión sobre el tipo de cambio. Por tanto, el intento de incrementar la oferta monetaria con un tipo de cambio fijo, conduce la economía a su equilibrio inicial, punto 1. *Con un tipo de cambio fijo, los*

*instrumentos de política monetaria del banco central son poco efectivos para influir en la oferta monetaria o en el nivel de producto<sup>3/</sup>.*

En consecuencia, fijando el tipo de cambio el banco central cede su capacidad de utilizar la política monetaria como un medio para estabilizar la macroeconomía. Sin embargo, la segunda herramienta clave de estabilización de que dispone el gobierno, la política fiscal, es más efectiva con tipos de cambios fijos que con tipos de cambio flexibles.



#### ***1.2.4 La política fiscal***

La Figura B refleja los efectos de una política fiscal expansiva, cuando el equilibrio inicial de la economía se encuentra en el punto 1. Una expansión fiscal traslada la función de equilibrio del mercado de productos hacia la derecha, en consecuencia, en la figura, DD<sup>2</sup>. Si el banco central se abstuviera de intervenir en el mercado de divisas, el producto crecería

<sup>3/</sup> Krugman y Obstfeld , Macroeconomía, 1999, capítulo 17

hasta  $Y^2$  y como resultado de un aumento del tipo de interés interno, el tipo de cambio disminuiría a  $E^2$ , es decir se apreciaría la moneda.

¿Cómo mantiene la intervención del banco central el tipo de cambio fijo después de la expansión fiscal? Inicialmente, se produce un exceso de demanda de dinero atribuible al incremento de producto. Con el fin de evitar que el exceso de demanda presiona al alza en el tipo de interés interno y se aprecie la moneda, el banco central debe comprar activos externos con dinero nacional, incrementando en consecuencia la oferta monetaria. La intervención traslada la función  $AA^1$  hacia la derecha, hasta  $AA^2$  y mantiene el tipo de cambio en  $E^0$ . En el nuevo equilibrio, punto 3, el producto es superior al inicial, el tipo de cambio ha permanecido invariable y las reservas exteriores y la oferta monetaria son mayores.

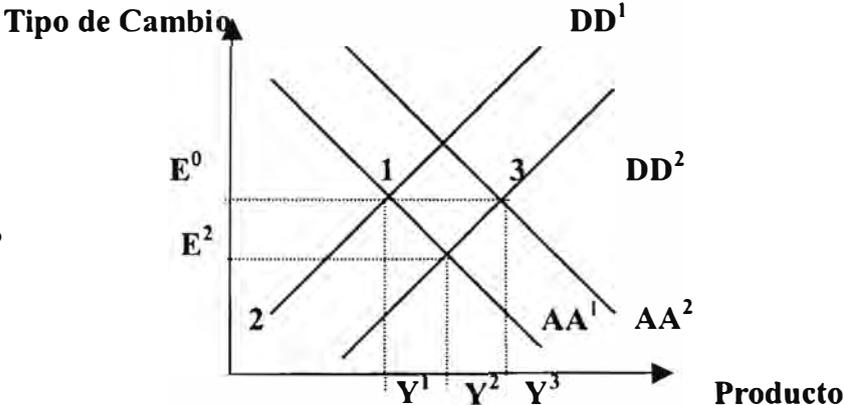
A diferencia de la política monetaria, la política fiscal puede ser utilizada con tipos de cambio fijos. ¡Ciertamente, aun es más efectiva que con tipos de cambios flexibles!<sup>4/</sup>. Con un tipo de cambio flexible, una expansión fiscal viene acompañada por una apreciación de la moneda nacional que hace que los bienes y servicios internos sean menos competitivos y, de este modo, tiende a contrarrestar el efecto positivo de esta política en la demanda agregada. Para evitar esta apreciación, un banco central que mantenga fijo el tipo de cambio de su moneda se ve obligado a aumentar su oferta monetaria a través de la adquisiciones de activos externos en el mercado de divisas. El efecto expansivo nacional de

---

<sup>4/</sup> Krugman y Obstfeld, Macroeconomía, 1999, capítulo 17

este aumento involuntario de la oferta monetaria explica por que la política fiscal es más eficaz que con un tipo de cambio flexible.

FIGURA "B"



## ***2. LA DOLARIZACION DE LA ECONOMIA, VENTAJAS E INCONVENIENTES.***

### ***2.1 ¿ Qué es la dolarización?***

El análisis se centra en la Dolarización de una economía , **o en que un país adopte oficialmente la moneda de otro para el desempeño de todas sus transacciones financieras, exceptuando quizás el empleo de moneda fraccionaria.** Esta opción de régimen cambiario exige inicialmente tener en cuenta dos aspectos importantes

Dolarización tiene en este caso un uso genérico : por dólar de EE UU cabe entender cualquier otra moneda; la situación significa siempre 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 o, digamos, de un país de Europa Oriental que esté estudiando adoptar el euro.

La mayoría de los países en desarrollo (y también las economías en transición que están adoptando mecanismos de mercado) ya emplean alguna modalidad limitada 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 nacionales. En los países de inflación elevada, el dólar de EE.UU. u otra moneda fuerte se utiliza ampliamente en las transacciones diarias junto con la moneda nacional.

Este tipo de 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 nacional. Conviene distinguir entre dos razones que impulsan la demanda de activos en moneda extranjera, a saber, *sustitución de moneda y sustitución de activos*<sup>11</sup>.

En la *sustitución de moneda* los activos externos se utilizan como dinero, esencialmente como medio de pago y unidad de cuenta; esta sustitución suele presentarse en condiciones de inflación elevada o de hiperinflación cuando el alto costo de utilizar moneda nacional en las transacciones lleva a que el público busque otras opciones disponibles. 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 y de Asia ha continuado y se ha acelerado en los últimos años incluso después de la estabilización de las condiciones.

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 depresiones económicas prolongadas en muchos

---

<sup>11</sup> Andrew Berg y Eduardo Borensztein, “Ventajas e Inconvenientes de la plena dolarización”, 2000

países en desarrollo. Incluso en condiciones de estabilidad coyuntural, los activos expresados en moneda extranjera pueden servirán a esos fines si los residentes de un país consideran que hay una pequeña probabilidad de que vuelva la inflación.

Hay diferencias importantes entre dolarización extraoficial y dolarización, que presentan problemas de transición para los gobiernos que estudian dar el paso. Con la dolarización, toda la deuda pública y privada se expresa en la moneda extranjera que se piensa emplear . Para hacer la conversión los países tienen que fijar el tipo de cambio al que se convertirán deudas, contratos y activos financieros en vigor.

La estabilidad que promete la dolarización es en sí misma relativa, pues el valor del dólar de EE.UU. ( como el de cualquier otra moneda fuerte que un país elija como suya) fluctuará frente al conjunto de otras monedas ampliamente negociadas.

## ***2.2 Ventajas e inconvenientes de la dolarización***

Desde el final del sistema de tipos de cambio fijos establecidos en Bretton Woods, sistema que rigió las relaciones monetarias internacionales entre los países industrializados desde 1944 hasta 1971 cuando el presidente norteamericano Richard Nixon suspendió la convertibilidad del oro en dólar, el precio del oro se estableció en \$ 35 por onza, se ha hecho más difícil el viejo dilema que enfrentan los países para encontrar un régimen práctico de tipo de cambio, y la selección que se les ofrece es ahora más variada.

La decisión sobre qué sistema cambiario adoptar ha ganado en complejidad a medida que los países se han ido integrando cada vez más al comercio y los mercados de capital

mundiales. 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 esas soluciones es *la dolarización*.

El atractivo principal de la dolarización es que elimina el riesgo de devaluación fuerte o repentina del tipo de cambio del país<sup>2/</sup>. Esto puede llevar a que el país pague una prima de riesgo menor en sus empréstitos internacionales. Las economías que **piensen** dolarizarse **quizá** gozen de un nivel de confianza más elevado entre los inversores, tasas de interés mas bajas para el crédito internacional (esto básicamente vinculado al hecho de tener una moneda más fuerte y por consiguiente eliminar el efecto que tiene una posible devaluación sobre las tasas de interés) , menores costos fiscales y niveles mas elevados de inversión y de crecimiento.

*¿ Compensan estas ventajas el costo de que un país abandone su propia moneda?* La respuesta es compleja y, en última instancia, depende de las circunstancias específicas de cada país. Sin embargo, la dolarización resulta en una alternativa mas (Ecuador lo ha hecho) para hacer frente a los cambios ocurridos en la economía mundial, sobre todo en los últimos veinte años.

Durante el periodo de alta inflación de los años ochenta, gran parte del debate sobre los regímenes de cambio de los países en desarrollo se centró en el papel que desempeñaba el llamado “vinculo” cambiario. Los países han elegido entre una amplia gama de posibilidades, que comprenden vincular la moneda a una cesta de otras monedas (que

---

<sup>2/</sup> Andrew Berg y Eduardo Borensztein, “ Ventajas e Inconvenientes de la plena dolarización”, 2000

podría estar formada por las monedas de los principales socios comerciales), indexación de la moneda nacional a la tasa de inflación según distintas fórmulas, o incluso la asociación de grupos de países, como han hecho muchas naciones africanas de habla francesa mediante una unión monetaria vinculada al franco francés.

En los años noventa, amainó la inflación mundial y crecieron fuertemente la movilidad del capital y la magnitud de las corrientes de inversiones. Si bien los países acogieron de buen grado las corrientes de inversiones, tuvieron que hacer frente a un nuevo peligro pues los ataques especuladores aumentaron en frecuencia y gravedad contra las monedas que los mercados de capital consideraron como vulnerables a una devaluación.

En general, los países que padecieron esas crisis monetarias (México en 1994, Asia Oriental en 1997) mantenían alguna modalidad de régimen cambiario vinculado. En consecuencia, se empezó a pensar que en un mundo con alta movilidad para el capital, los vínculos del tipo de cambio podían por sí mismos atraer los ataques especulativos, y que sólo eran viables las alternativas más extremas como la flotación libre o el régimen de la caja de conversión. Este último, en virtud del cual la moneda nacional está totalmente respaldada por reservas internacionales.

Sopesar las ventajas y los inconvenientes de la dolarización se complica debido a una falta casi absoluta de experiencias históricas. Panamá es el único que ha utilizado una moneda extranjera ( el dólar de EE.UU.) como moneda de curso legal, y es un país mas bien pequeño que mantiene estrechas relaciones históricas , políticas y económicas con Estados Unidos. Por lo tanto Panamá resulta ser un caso especial y no resulta ser un buen referente

para inducir la dolarización. Incluso si hubiera más casos de países para estudiar, tendrían que haberse producido durante periodos más largos que los que se acostumbran para evaluar las opciones monetarias y cambiarias. Es así porque la dolarización es casi permanente y algunas de las ventajas sólo se obtienen a largo plazo<sup>3/</sup>.

Así pues, ¿ es la dolarización un mejor régimen cambiario en especial para los países en desarrollo? La respuesta en todos los casos dependerá de las características particulares de cada país, aunque un examen atento a las ventajas e inconvenientes de la dolarización ofrece ciertas indicaciones generales.

### ***2.2.1 La Prima de Riesgo***

Una ventaja inmediata que produce la eliminación del riesgo de devaluación es que reduce la prima de riesgo que paga el país sobre los empréstitos del exterior, y tanto el gobierno como los inversores privados pagarán tasas de interés más bajas. Con tasas de interés mas 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.

Con la dolarización, desaparecería el recargo o prima de las tasas de interés por riesgo de devaluación, pero persistiría la prima por riesgo soberano (riesgo país) que es el riesgo por incumplimiento de pago por parte del país . La cuestión clave, entonces, es la siguiente: si hubiera una dolarización que eliminase el riesgo cambiario, ¿ Se reduciría

---

<sup>3/</sup> Andrew Berg y Eduardo Borensztein, “ Ventajas e Inconvenientes de la plena dolarización”, 2000

considerablemente la prima por riesgo soberano que recarga la deuda expresada en dólares de EE.UU.?

El examen del rendimiento de bonos con diferentes características puede contribuir a desenmarañar la manera en que los mercados perciben el riesgo soberano, o de incumplimiento separándolo del riesgo de devaluación. El riesgo soberano puede medirse por el margen que separa a la deuda pública, expresada en dólares de EE.UU. de las obligaciones del Tesoro de Estados Unidos.

Hay argumentos desde ambos lados de la cuestión a efectos de determinar la medida en que existe una influencia entre el riesgo soberano, o de incumplimiento, y riesgo de devaluación. Si bien, ambos varían muy a la par, no por ello existe una relación causal entre ellos.

### ***2.2.2 Señoreaje***

El país que adopta 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. El costo inmediato de perder ese derecho de emisión puede ser considerable y se irá dando año tras año.

La dolarización afecta a dos tipos de pérdida de señoreaje. La primera es el costo inmediato sobre la “masa” de moneda pues, a medida que introduce el dólar de EE.UU. y se retira de la circulación la moneda nacional, las autoridades monetarias tienen que comprar el volumen de moneda nacional en poder del público y los bancos, devolviéndoles de hecho el

señoreaje que se ha ido acumulando con el tiempo. Segundo, las autoridades monetarias pierden las utilidades del señoreaje futuro que produce la circulación de nueva moneda emitida cada año para satisfacer el incremento de la demanda de efectivo.

Los países que no dispongan de suficientes reserva sobre el exterior para comprar la moneda nacional y dolarizar , enfrentarían costos indirectos adicionales para poder efectuar la operación inicial de compra. Si el país carece de crédito para tomar en préstamo la reservas, se vería obligado a acumularlas mediante los correspondientes superávit de la balanza en cuenta corriente. El costo podría ser considerable en términos de inversión perdida si, como suele ocurrir en los países en desarrollo, la mejor política fuera aceptar un nivel sostenible de déficit en esa balanza.

Estados unidos obtendrían un mayor señoreaje con la dolarización de otros países. En consecuencia, se plantearía la cuestión de que las autoridades estadounidenses compartieran todo o parte de ese ingresos adicional por señoreaje con los países que adoptasen la moneda estadounidense. Existe un precedente en los acuerdos suscritos entre Sudáfrica y otros tres estados que utilizan el rand (Lesotho, Namibia y Swazilandia). Aunque Estados Unidos no ha suscrito ningún acuerdo con Panamá ni con ninguna otra economía legalmente dolarizada, en el Senado de Estados Unidos se han presentado algunas propuestas que prevén legislar el reembolso del señoreaje.

### ***2.2.3 Estabilidad***

Por importantes que sean los márgenes de riesgo y el señoreaje, puede que la dolarización ofrezca ventajas que, si bien no serán observables de inmediato, quizá lo sean a más largo plazo.

Además de elevar el costo de los empréstitos para los países en desarrollo, las crisis monetarias perturban gravemente la economía de un país . En México, el PBI disminuyó en un 7% en 1995, y los países asiáticos afectados por las crisis monetarias tuvieron que soportar recesiones en 1998 que se situaron entre el 7% y 15% del PBI. La mayoría de los países gravemente afectados por las crisis recientes tuvieron que devaluar y dejar flotar su tipo de cambio.

La dolarización no elimina el riesgo de una crisis externa, pues los inversores podrían huir debido a deficiencias en la posición fiscal del país o a la debilidad del sistema financiero. Este tipo de “crisis de la deuda “ puede ser tan perjudicial como cualquier otro y, de hecho Panamá a sufrido mas de una. Una de las crisis mas fuertes que sufrió Panamá sucedió en 1987-89, cuando el gobierno americano impuso sanciones económicas contra Panamá que consistieron en: exigir a las compañías americanas a no pagar impuestos al gobierno, retener pagos al gobierno panameño provenientes del gobierno americano (de la comisión del Canal y de las fuerzas armadas), congelar los depósitos del gobierno panameño en cuentas en EE.UU. Frente a esta situación el gobierno panameño suspendió el pago del

servicio de la deuda externa. Se cerraron los bancos, abriendo dos meses después con restricciones. El PBI real decreció 15.6% en 1998 y 0.4% adicional en 1989<sup>4/</sup>.

Con todo, la dolarización ofrece las promesas de que el sentir del mercado sea más estable, pues eliminándose el riesgo cambiario se tiende a limitar la incidencia y la magnitud de la crisis y los casos de contagio. Además, las grandes oscilaciones de las corrientes internacionales de capital causan fuertes fluctuaciones del ciclo económico en las economías con mercado emergente incluso en ausencia de una crisis de la balanza de pagos.

#### ***2.2.4 Efectos Sobre el Comercio e integración financiera***

Un argumento poderoso pero también a largo plazo, a favor de la dolarización es que facilita la integración económica con el resto del mundo y hace más difícil aislar al sistema financiero nacional. Puede que la dolarización establezca una base firme para la solidez del sector financiero y de esta manera fomente un crecimiento fuerte y sostenido. Se aduce que la dolarización se percibirá como un cambio institucional irreversible hacia condiciones de baja inflación, responsabilidad fiscal y transparencia.

Es más puede que la dolarización contribuya a una mayor integración económica de lo que sería posible con Estados Unidos, o con cualquier otro país cuya moneda se adopte, ya que conduciría a una profundización de los lazos económicos entre las economías emergentes y

---

<sup>4/</sup> Juan Luis Moreno Villalaz : “Lecciones de la experiencia monetaria panameña”

las economía dominante, lo que “promueve el desarrollo económico de la economía menos desarrollada”<sup>5/</sup>.

La dolarización también podría conseguir una integración mas estrecha de los mercados financieros. Podría permitir trabajar con capital abundante del país industrializado, con lo que eleva los niveles de vida de los trabajadores en los mercados emergentes en que el capital es escaso; la dolarización será así un medio para promover una integración mas profunda de los mercados de crédito. Actualmente la existencia de muchas monedas y su constante fluctuación impide la integración plena y fluida<sup>6/</sup>. “ Hacia el año 2030 el mundo tendrá dos zonas monetarias, una europea, otra americana. El euro será usado desde Brest hasta Bucarest y el dólar desde Alaska hasta Argentina, quizá también en Asia. Estas monedas regionales se constituirán en la base de la estabilidad financiera del próximo siglo”<sup>7/</sup>

### ***2.2.5 Opción de Salida***

Con la dolarización, un país cede completamente el control sobre la política monetaria y cambiaria, es decir deja de contar con esas herramientas. El objetivo principal de la dolarización es eliminar el riesgo de devaluación (se debe considerar que se está trabajando

---

<sup>5/</sup> Ponencia de Michael Gavin ante eel senado norteamericano, “Hearing on Official Dollarization in Emerging-Market Countries”, 1999

<sup>6/</sup> Jurguen Schuldt , Dolarización Oficial de la Economía.

<sup>7/</sup> Zanny Minton, “From EMU to AMU? The case for regional currencies”, en Foreign Affairs, R Dornbusch, A century of Unrivalled Prosperity.

sobre la base de economías emergentes, con experiencias devaluatorias que generalmente han conducido a procesos inflacionarios, y en algunos casos hiperinflacionarios).

**Devaluación Aprovechada.** Las grandes perturbaciones, como una fuerte subida del precio mundial del petróleo o la caída del precio de un importante producto de exportación, quizás exijan que los países devalúen. De lo contrario, tendrán que absorber las sacudidas mediante salarios nominales más bajos y ajuste de los precios internos. Puede que entonces sea inevitable una recesión importante, sobre todo en las economías con mercados laborales rígidos.

Los países de la zona del franco CFA, en África occidental y central, son ejemplos recientes de estados con una moneda firmemente vinculada que han devaluado con éxito para superar las graves perturbaciones externas y el lento crecimiento. La zona del franco CFA, formada por 14 naciones, se asemeja a un sistema de caja de conversión, con moneda plenamente convertible y un tipo de cambio que estuvo fijado a la par con el franco francés desde 1948 hasta 1994. Desde la segunda mitad de los años ochenta hasta principios de los noventa, el producto de la zona del franco se mantuvo estancado mientras el franco francés aumentaba de valor frente al dólar de los EE.UU.; en consecuencia el franco CFA se apreció, empeoró la relación de intercambio y los costos laborales se elevaron fuertemente. En 1994, los 14 países decidieron devaluar en un 50 % logrando un giro de la situación que condujo a que el producto, la exportación y la inversión crecieran.

Los países que cuenten con formuladores de política altamente creíbles podrían estar también en buena situación para aprovechar una devaluación, pues es probable que las

expectativas inflacionarias sean mas bajas que en los países con un historial de política laxa en materia fiscal y monetaria. Por ejemplo, la devaluación en la zona del franco CFA produjo poca inflación porque tuvo lugar en circunstancias en las que el pasado indicaba un largo periodo de recurso exclusivo al ajuste interno para hacer frente a las sacudidas económicas.

**Devaluación con costo elevado.** Si en un país la política monetaria no se ha gestionado debidamente y las expectativas de inflación son muy sensibles al tipo de cambio, una devaluación puede conducir a que los precios internos suban fuertemente y ello dificulta la posibilidad de conseguir una variación del tipo de cambio real. De igual manera, en los países cuya economía está tan dolarizada que la moneda de Estados Unidos es frecuentemente la unidad de cuenta que se emplea de hecho, la devaluación conducirá rápidamente a una subida de los precios internos, lo que limita de nuevo la eficacia de la devaluación.

Los países con un alto grado de dolarización de los activos financieros tienen motivos adicionales para evitar la devaluación. Si los bancos o empresas de un país reciben grandes cantidades de crédito expresado en dólares de EE.UU., la devaluación empeora gravemente la situación de los balances. Incluso si los bancos concedieran el crédito a las empresas nacionales en dólares de EE.UU. manteniendo así en sus libros una correspondencia de los riesgos en moneda, tendrían que soportar un importante riesgo cambiario. La fuerte depreciación de la moneda nacional produciría una gran caída en el ingreso de los clientes

del banco expresado en dólares de EE.UU. y ello reduciría su capacidad para atender el servicio de la deuda en dólares.

Como quedó demostrado en las crisis monetarias de México en 1994 y de Asia oriental en 1997, si los sistemas bancarios son frágiles y las posiciones del sector privado en divisas alcanzan fuertes sumas, la situación financiera de los bancos y las empresas corre tanto riesgo tras una devaluación que la actividad económica se ve gravemente perturbada. En consecuencia, la devaluación como opción de política puede acarrear un costo prohibitivo para las economías muy dolarizadas, y pasar a la dolarización no significaría perder una herramienta de política importante.

### ***2.2.6 Función de prestamista de última instancia y***

#### ***Estabilidad del sistema financiero.***

Si bien la dolarización elimina la vulnerabilidad del sistema bancario ante el riesgo de devaluación, no por ello desaparecen todas las causas que puedan provocar una crisis bancaria. Si se produce una crisis de este tipo, la situación de dolarización podría muy bien ser un obstáculo para la función nacional de prestamista de última instancia y, así, la respuesta del banco central ante una situación de urgencia en el sistema financiero.

La función que desempeña el banco central en la ventanilla de descuento para inyectar liquidez a corto plazo tiene que separarse aquí de la función que cumple como garante final de la estabilidad de los sistemas financieros y de pagos en caso de pánico sistémico. La dolarización no impedirá mucho la capacidad de la autoridad para ofrecer al sistema

liquidez a corto plazo o acudir en ayuda de los bancos que atraviesen dificultades. El servicio estará disponible siempre que el banco central (o la institución que la sustituya) aparte con antelación los fondos que hagan falta o negocie quizá líneas de crédito con los bancos internacionales.

En cambio, el gobierno pierde cierta capacidad para reaccionar ante una retirada súbita de depósitos bancarios en el sistema. En caso de pérdida generalizada de confianza, las autoridades no podrían garantizar la totalidad del sistema de pagos ni respaldar completamente los depósitos bancarios. En definitiva, la capacidad de imprimir dinero, si hace falta, es lo que permite que un banco central garantice sin fisuras que se satisfará plenamente todo derecho monetario (en moneda nacional) en cualquier circunstancia. Si la capacidad de imprimir dinero desaparece, surgen limitaciones en la función de prestamista de última instancia. Un país con una economía dolarizada que ya haya gastado sus reservas en divisas para rescatar la masa de moneda nacional podría muy bien carecer de recursos que le permitan reaccionar.

### ***3. LA EXPERIENCIA PANAMEÑA<sup>1/</sup>***

#### ***3.1 Características de la economía Panameña***

Panamá es un país pequeño, de aproximadamente 80,000 Km cuadrados , similar al tamaño del departamento de Lima, ubicado estratégicamente en la cintura de América. Panamá históricamente es Sudamérica, porque perteneció a la Gran Colombia, geográficamente es Centroamérica, porque pertenece al istmo centroamericano y culturalmente es Caribe, o sea, que Panamá es un mosaico de culturas y de identificaciones. Sigue una política parecida a la de Chile, de negociar tratados de libre comercio con los diferentes países.

Tiene una población pequeña (en el último censo dio 2.8 millones de habitantes), con un crecimiento de la población del orden del 2%, con una economía que realmente ha tenido un crecimiento estable que en general se mueve entre el 2 y 5% de crecimiento, con un PBI de casi 10 billones de dólares, y un PBI per capita de 3400 dólares que es probablemente uno de los más altos de América Latina.

El dólar es la moneda de curso legal desde hace casi 100 años, con un comercio exterior importante que ha variado de 3000 a 3200 millones de dólares en exportaciones de bienes

---

<sup>1/</sup> Fernando Aramburu Porras, "El sistema financiero panameño y sus efectos financieros y comerciales", Secretaría General de La Comunidad Andina, 2001

y servicios, pero principalmente de servicios. Las importaciones varían entre los 3000 a 3500 millones de dólares, lo cual da una idea del grado de la apertura de la economía que es muy alta, del orden del 70%, cuando sumamos las dos variables. 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 mueve tanto. La economía panameña depende de la generación de divisas y del valor agregado y depende, más bien, de la actividad económica de la región latinoamericana y mundial; no de los precios en general del combustible o de los precios de los minerales.

La zona libre genera aproximadamente un 8% del Producto Nacional Bruto. Estamos hablando de aprox 800 millones de valor agregado. Es la zona libre más importante del área y a subsistido a pesar de la globalización. Si bien ha tenido un decaimiento a raíz de la caída de los países que son clientes en la zona libre, como Colombia, Venezuela, Ecuador y de alguna forma Perú y Chile, la caída de la zona libre es marginal. Por Ejemplo, cayó de 10 a 8 billones, pero la economía no cayó 2 billones; la economía cayó en 200 o 150 millones, o sea lo que es el valor agregado únicamente, lo cual si bien tiene un impacto, no es tan contundente como podría ser una baja en las exportaciones mineras o pesqueras. Lo mismo ocurre con el canal, que es otra fuente de ingresos importante; representa sólo el 7% del PBI. Contrario a lo que mucha gente pensaría, el Canal ha venido decreciendo en su participación en la economía panameña, dando paso a otros servicios, pero sigue siendo importante para la región y para los EE.UU.

### ***3.2 El sistema monetario-bancario panameño***

Panamá se independizó en 1903 y un año después oficialmente se decretó el dólar, no permitió nunca la existencia de un Banco Central. Existe 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, existe un sistema bancario internacional, como una pieza fundamental del sistema, y esto es importante para explicar cómo se manejan los shocks en una economía dolarizadas, sin que necesariamente se deprima la economía. Panamá tiene depósitos del orden de los 27000 millones de dólares, de los cuales la mitad son panameños. De los 96 bancos que hay, 60 funcionan localmente y el resto sólo opera de forma internacional, pero de estos 60 hay 10 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 acabar con la banca local o comprar los bancos locales, lo que sucedió fue todo lo contrario: han crecido, se han fortalecido han aumentado su competencia y recientemente se están expandiendo internacionalmente, comprando bancos en Centroamérica. 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 hace un juego de intermediario entre la banca local y el mundo exterior. Cuando hay exceso de fondos en

Panamá, 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.

### ***3.3 Beneficios y supuestas desventajas del sistema monetario-bancario panameño***

El tipo de cambio real ha sido muy estable, solamente varía en una o dos por ciento por año, y se constata que no ha habido una variación brusca. En parte se debe 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 muchos más bajas que en los países andinos y esto es posiblemente porque el riesgo país es menor en Panamá que en los países andinos.

Otro tema es que Panamá tuvo déficit fiscales muy altos en la época de los 70, a pesar del dólar. Para financiar el déficit tiene que tener el financiamiento real; es decir que no puede recurrir a emisión inorgánica o a otro tipo de endeudamiento con el Banco Central. Tiene

que tener el financiamiento en dólares y eso ya requiere disciplina. En los 70 los bancos estaban muy liberales y Panamá se endeudó, tuvo un déficit de 7 – 8% del PBI y los financió y llegó a tener un nivel de deuda muy alto; poco a poco lo fue superando, porque en los 80 resultaba muy fácil obtener recursos. Sin embargo, a partir de las correcciones que ha habido, Panamá ha mantenido déficit bastante bajos, del orden del 1 – 2% . 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 en Panamá ha sido bastante estable, con respecto a algunos países de la zona ha mostrado una menor volatilidad.

En Panamá no hay crisis de balanza de pagos, no existe , y es un tema del que se conversa muy poco. Cuando faltan flujos, la banca internacional y la banca local inyectan al sistema las reservas internacionales, que son 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, no ha habido, con excepción del choque cuando EE.UU. congeló los depósitos de los bancos panameños y prohibió el pago de los impuestos al Canal.

Otra cosa interesante es que la cantidad de dinero es endógena. O sea, la cantidad de dinero en la economía está determinada por la demanda de dinero y punto, no está determinada por nadie, por ningún banco, ni el gobierno tiene alguna injerencia de la cantidad de dinero,

lo cual es bueno en cierta forma, porque aísla un poco de que los problemas políticos afecten la situación económica.

Hay desventajas también, indiscutiblemente hay una pérdida de señoreaje, pero cuanto cuesta mantener 8000 ó 10000 millones de dólares de reservas en un banco. En Panamá se ha estimado en 40 millones de dólares al año,

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.

La deuda es otro tema puesto en discusión, se alega el hecho de que no exista moneda local hace que toda la deuda sea realmente externa y mayor. No se comparte esa tesis, ya que se considera que está mas en función del manejo fiscal.

Con respecto a la pérdida de soberanía. Se habla del Balboa igual que el dólar y el prestamista de última instancia no se necesita en Panamá: hay un acuerdo entre los bancos que se apoyan entre ellos, hay líneas d crédito y ha funcionado perfectamente en los últimos años, inclusive en las últimas crisis vividas.

Como conclusión se podría decir que el modelo de dolarización panameño si crea estabilidad, permite una mayor planificación a largo plazo, si garantiza financiamiento a largo plazo y se encuentra insertado en el mercado internacional.

## **4. LA DOLARIZACIÓN EN ECUADOR**

### **4.1 Antecedentes<sup>1/</sup>**

La economía ecuatoriana registró un fuerte deterioro a partir de 1998, que se agravó en 1999, debido a una serie de factores de carácter interno y externo: la presencia del fenómeno de El Niño, la caída del precio del petróleo, la crisis financiera interna e internacional y el creciente déficit fiscal.

En 1999, el PBI se contrajo en alrededor de 8% y el nominal en casi 30%, reflejando la marcada disminución de la inversión y del consumo privado. El desempleo prácticamente se duplicó en doce meses, llegando a 16% a diciembre de 1999.

La inflación anual en los precios al consumidor se aceleró del 43% a fines de 1998 al 91% en febrero del 2000, y en los precios al productor se incrementó del 35% al 301%. El sucre se depreció casi 200% en 1999, y un 25% adicional en la primera semana de enero de 2000.

La deuda pública total aumentó sustancialmente, de 64% del PBI en 1997 al 118% del PBI en 1999. La fuerte caída del PBI determinó el drástico aumento de esa relación. Al término del año, el déficit del sector público no financiero llegó a casi el 7% del PBI.

---

<sup>1/</sup> José Luis Ycaza, "Integración andina y dolarización: Algunas reflexiones sobre el caso de Ecuador", Secretaría General de la Comunidad Andina, 2001

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 USD 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, particularmente de las operaciones extraterritoriales. 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 se reprogramó la cartera de los bancos.

Para enero del 2000, la cartera vencida había alcanzado al 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 en 1998-99. El gobierno había emitido USD 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 redescató en el Banco Central alrededor de USD 1,200 millones en bonos. En la medida que el 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 Dolarización de la economía Ecuatoriana<sup>2/</sup>***

La ley que llevó a cabo el plan de dolarización entro 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.

---

<sup>2/</sup> Banco Central de Veezuela, "Evaluación de la Dolarización en Ecuador", 2001

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 lado, los sectores obreros, campesinos e indígenas eran visiblemente pesimistas dado el enorme costo social del plan implícito en la rigurosa disciplina fiscal que lo debe acompañar.

En teoría, los beneficios de la dolarización serían :

- Control de la inflación
- Desaparición del riesgo cambiario.
- Disminución de la tasa de interés hasta niveles cercanos a los 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.

Por otro lado, los costos de esta medida serían

- 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.

### ***4.3 Evaluación de la dolarización<sup>3/</sup>***

Uno de los primeros beneficios que se cosecharon con el plan de dolarización fue que se comenzó a normalizar la relación con los acreedores. 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 USD 13,800 millones, al comienzo del 2000, a USD 11,200 millones, a fines de octubre.

### ***Inflación***

En cuanto al control de la inflación que iba traer la dolarización, los resultados estuvieron por debajo de lo esperado y en ello influyó el efecto de la fuerte devaluación (23.5%) con la

---

<sup>3/</sup> Banco Central de Venezuela, “Evaluación de la dolarización en Ecuador”

cual arrancó el plan. Asimismo, el recorte de algunos subsidios incidió en el incremento de los precios.

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, 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 la exportaciones.

### ***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. 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 BCE.

### *Crecimiento Económico*

El impacto de la dolarización sobre el PBI ha sido mejor de lo esperado, ya que al momento de su lanzamiento se pensaba que este indicador iba a mostrar cero crecimiento en el año 2000. Sin embargo, la recuperación mostrada por la economía, gracias al 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. Las 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 y en ello influyeron las contramarchas de la leyes que van a favorecer la privatización de la 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.

### ***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. Esta 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 la remesas procedentes del exterior calculadas por el BCE en el 2000 en USD 1,205 millones versus USD 1,084 millones en 1999).

### ***Sector Externo***

En cuanto al impacto de la dolarización en el sector externo, la apreciación del tipo de cambio real que se produjo por la mayor inflación en Ecuador con respecto a Estados Unidos, tendió a compensar la depreciación previa a la entrada en circulación del dólar estadounidense. Por ello, el efecto de la dolarización sobre la competitividad de los productos ecuatorianos y, por esta vía sobre las exportaciones se diluye y quizás se haga sentir con mas fuerza en 2001. La balanza comercial durante el primer año de la dolarización (enero-noviembre) arrojó cifras superavitarias, al crecer en 10% gracias al

incremento de la exportaciones petroleras (73% en el mismo período) ya que las no petroleras se derrumbaron (-21%).

La mejora de los términos de intercambio de Ecuador de 101.2 en diciembre de 1999 a 107.32 en noviembre del 2000 estuvo fuertemente influenciada por el incremento de los precios del petróleo y ello oculta el hecho, los otros renglones de importancia que Ecuador exporta, vieron caer sus precios internacionales, afectando, por ello, las ventas externas de bananos, café, camarones y cacao. La influencia de la dolarización en la capacidad competitiva pudiera apreciarse de manera más clara en la evolución de la exportaciones n petroleras no tradicionales, debido a que incluyen productos manufacturados.

### ***Gobernabilidad***

La superación de la crisis política desatada a principios de 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, ello permitió que se aprobaran 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 mas 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.

## **5. DOLARIZAR LA ECONOMIA PERUANA**

En Julio de 1999 se llevó a cabo un seminario en donde se discutió los riesgos y oportunidades que implicaría dolarizar la economía peruana, a continuación resumimos las principales ideas a favor y en contra de la dolarización.

### **5.1 Kurt Schuler , Doctor en Economía y asesor del congreso norteamericano<sup>1/</sup>**

La dolarización debería ser de especial interés para el Perú. Una buena razón para ellos es el desempeño monetario. El registro de largo plazo de la política monetaria en el Perú es verdaderamente terrible y por eso la dolarización provee una vía para superar algunos problemas que sufrió el país en el pasado.

El Perú se encuentra ya muy dolarizado no oficialmente, se tiene una gran cantidad de depósitos en los bancos en dólares y también negocios en dólares . Un alto nivel de dolarización no oficial es una suerte de test del mercado. El consumidor prefiere la dolarización, el público prefiere la dolarización, de tal manera que esto sería una segunda razón para tomar a la dolarización en serio. Una razón adicional para considerar una dolarización oficial es que ésta puede mejorar la seguridad de los derechos de propiedad de

---

<sup>1/</sup> Kurt Schuler, Ponencia en la conferencia : "Dolarizar la Economía Peruana: Riesgos y Oportunidades", Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía, 1999

la sociedad. El dinero es la forma de propiedad más difundida en todo el mundo. La inflación es un tipo de disminución de los derechos de propiedad sobre el dinero, reducción del valor del dinero y disminución del uso del mismo. Cuando se cuenta con una moneda fuerte, se está mejorando la seguridad de la propiedad y esto tiene muchos efectos positivos adicionales debido a que otros activos financieros están denominados en dinero.

Precondiciones para dolarizarse

\* ¿ es necesario contar con un sistema bancario sólido para dolarizar? ¿ es preciso reformar el sistema bancario? La respuesta es no. Es mejor que el sistema bancario sea sólido pero, si no lo es, la dolarización no va a empeorar la situación, sino que la va a mejorar considerablemente. La dolarización puede acelerar el proceso de convertir al sistema bancario en uno sólido y solucionar las pérdidas por dos razones:

Hay ciertas situaciones en las que una gran parte de las pérdidas se debe a la inestabilidad de la moneda, como es el caso de Indonesia. Parte de sus problemas en el sistema bancario, no todos, han sido causados por la inestabilidad de la moneda. Los bancos no pudieron calzar la moneda local con el dólar y, cuando la moneda local se depreció, los bancos se encontraron con que tenían mas obligaciones que las que creían.

Fuerza al gobierno a comprometerse con el problema en lugar de esperar. Con la dolarización no existe posibilidad de imprimir dinero para rescatar al sistema bancario o para rescatar al gobierno. De esta manera si existe un problema no es

posible retrasar su solución , la dolarización fuerza a actuar frente a problemas del sistema bancario de una manera más oportuna y más eficiente que un banco central. ¿se debe reformar previamente las finanzas públicas?, ¿se debe dolarizar una vez que las cuentas públicas estén plenamente sólidas? Aquí también la respuesta es no. Si se enfrenta una inflación alta, el valor real de los pagos de impuestos disminuye considerablemente. La introducción de una moneda sólida, incrementa el valor real de la recaudación de los impuestos, de tal manera que es posible resolver el problema del déficit fiscal que existe en varios países con inflación alta. En países donde la inflación es moderada no La dolarización obliga al gobierno a solucionar ciertos problemas estructurales que ocasionan los déficit fiscales. Como no existe posibilidad que el banco central financie los déficit, este debe ser financiado por impuestos o por endeudamiento.

#### Velocidad de la dolarización

¿Qué tan rápido puede ocurrir la dolarización? Por experiencia de otras reformas monetarias, la dolarización puede ocurrir rápidamente, tal vez 30 días después de que se toma la decisión. La famosa reforma monetaria alemana en 1948, se dio en una semana. En el caso de Estonia, en 1992 el reemplazo del rublo ruso por la moneda Corona Estoniana se llevó a cabo en una semana. El principal punto debe considerarse es un aspecto técnico y es que tan rápido se puede responder a la necesidad de colocar dólares en el mercado. La reserva federal de los Estados Unidos cuenta con una inmensa cantidad de dinero en sus bóvedas.

## Reservas para dolarizar

¿Qué sucede si no se cuenta con suficientes reservas? DE acuerdo con las estadísticas , el Perú cuenta con las reservas necesarias como para dolarizarse inmediatamente, si así lo quisiera. En caso las reservas fueran insuficientes, estas pueden ser financiados por los organismos internacionales, tales como el FMI , el BID o el mercado financiero internacional de capitales privados. La dolarización podría reducir el riesgo crediticio porque, tal como se ha mencionado , mejora la seguridad de las propiedades de la sociedad, mejora la capacidad productiva d la economía, así como la habilidad del gobierno para repagar las deudas.

### **5.2 Guillermo Calvo, Doctor en Economía. Profesor de la Universidad de Maryland<sup>2/</sup>**

Primero, no partimos de cero, partimos de una dolarización parcial, ya que existe mucha dolarización de activos y de depósitos. A partir de 1989 se ha reducido el rol del sector oficial. El FMI, en particular, tiene muy buenas intenciones ; pero muy poca plata.

Nuestros países están afectados por factores externos. A veces se dice que lo malo de la dolarización es que se trata de un régimen tan rígido que nos vamos a quedar a merced de la política monetaria de EE.UU. Bueno, ya estamos a su merced. Todos los países de América Latina están pendientes si es que el FED sube o no las tasa de interés. Otro factor

---

<sup>2/</sup> Guillermo Calvo, Ponencia en la conferencia : "Dolarizar la Economía Peruana: Riesgos y Oportunidades", Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía, 1999

que es importante tomar en cuenta es el contagio, todos los hemos sufrido. Así que los factores externos nos afectan a todos, independientemente del sistema cambiario. Finalmente, los bancos centrales han sido parte del problema. Esto es lo que llamo Bancos Centrales hiperactivos. Un ejemplo de esto sería la crisis mexicana, cuando ocurre el efecto tequila la caída de la reservas mexicanas están muy asociadas con el crédito del Banco Central. El problema de siempre es que existen tensiones en el sistema financiero y suben las tasas de interés. Estas se incrementan , El banco central trata de ayudar, inyecta liquidez en el sistema, pierde reservas internacionales y hay crisis. El punto es que los Bancos Centrales terminan teniendo muy poco poder y, cuando tratan de ejercitarlo, desenlazan la crisis.

Uno de los temas que forma parte del debate actual y del cual se habla mucho es la flotación. Se está tomando la idea que la flotación es un buen sistema. A continuación se van a indicar los peligros de flotar. Si se posee deuda en dólares, la flotación es muy peligrosa porque de repente se puede depreciar el tipo de cambio y debido a 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.

La 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 como de Brasil, 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 creo que ha dado efectividad al sistema peruano también. A su vez, todo esto le permite usar la tasa de interés como instrumento, convierte a la política monetaria en una más creíble. Así que, al tener reservas internacionales, uno puede observar a un Banco Central que no interviene en absoluto; pero que mantiene un tipo de cambio prácticamente estable. Entonces se podría uno hacer la pregunta ¿es eso flotar o es una caja de conversión solapada? El Perú posee tantas reservas internacionales que le sobra para una caja de conversión clásica. Donde solo es necesario reservas para cubrir la base monetaria. Incluso, en muchos casos ha llegado a cubrir M2.

Con respecto a las críticas a la dolarización, se revisará algunos puntos:

Falta de un prestamista de última instancia. Se piensa que, para tener un prestamista de este tipo, éste debe producir dinero. No existe necesidad alguna. Por ejemplo, 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..

Lo que se llama el efecto Fisher. Por ejemplo, un sector de la economía toma préstamos a las tasa de interés en un momento dado. De repente, algo sucede y cae el precio de este sector y lo que era una buena inversión se transforma en una inversión que no es factible. Este efecto puede darse en cualquier economía donde se produce un cambio importante en precios relativos y, en particular, en una economía que está dolarizada. Nada impide que en una economía dolarizada ocurra un boom de un determinado sector en un momento determinado y después se desplome dicho sector. Entonces, la pregunta es ¿cómo voy a manejar esas economías? Ahora tengo un prestamista de última instancia pero no quisiera tener que usarlo.

Sin embargo, existen manera para reducir el efecto negativo aumentando las provisiones sobre préstamos a sectores cuyos precios se han incrementado de forma inusual. Lo anterior también se puede lograr a través de la indexación de préstamos. Lo que debe tomar en cuenta es que hay soluciones, hay otras políticas que uno puede desarrollar que son mucho más transparentes. Si uno quisiera solucionar el efecto Fisher , lo único que queda es devaluar mucho para tratar de disminuir las deudas del sector . El problema es que , en Perú y en muchos otros donde las deudas están en dólares, la devaluación no sirve para eso. Así que el efecto Fisher no desaparece del todo.

Finalmente, lo que se debería observar cuando hablamos de dolarización es que ya estamos dolarizados. Entonces ya existe un problema y a quien no le guste la dolarización tiene que

explicarnos como va a proceder para desdolarizar la economía. Dolarizar completamente no es un paso mayúsculo. Los beneficios son claros y los costos se pueden, en principio, reducir con regulación prudencial y un tratado con los EE.UU.

### **5.3 Miguel Savastano, miembro del departamento de investigación del FMI<sup>3/</sup>**

No existen experiencias relevantes de economías emergentes que hayan adoptado un esquema de dolarización total. Esto implica que toda la discusión sobre este tema tiene que darse necesariamente sobre el plano hipotético o de las conjeturas, lo cual lo hace un ejercicio intelectual interesante, pero también bastante riesgoso debido a que los economistas tienen un récord bastante malo en predecir el funcionamiento de economías imaginarias.

Si se tuviese que ser esquemático y listar los beneficios que normalmente se asocian a la dolarización total, se tendría que incluir la estabilización de precios, una inflación igual o menor que la de los EE. UU., la disciplina fiscal, un menor nivel y variabilidad de las tasas de interés, un mayor acceso al crédito externo, una menor incidencia de crisis externas, una mayor inversión y un mayor crecimiento. Si se tuviese que mencionar los costos tendríamos: la posible pérdida de ingresos por señoreaje, la renuncia a la política monetaria, y la posible pérdida de un prestamista de última instancia. Ahora, cuando se piensa en

---

<sup>3/</sup> Miguel Savastano, Ponencia en la conferencia :”Dolarizar la Economía Peruana: Riesgos y Oportunidades”, Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía, 1999

países que han tenido episodios recientes de alta inestabilidad macroeconómica, los costos se toman más bien como beneficios. Obviamente, si uno comparte esa perspectiva, los beneficios netos de la dolarización son altísimos, porque no hay nada sustantivo detrás de los costos y lo único que queda, la posible pérdida de ingresos de señoreaje y la posible pérdida de un prestamista de última instancia, se arregla con los mecanismos de mercado.

Una evaluación seria de una propuesta de dolarización total debe partir por contestar preguntas tales como cuáles son las condiciones iniciales en las economías para las que se está evaluando la posibilidad de ir hacia una dolarización total, es decir, tasas de inflación, el régimen cambiario, el grado de dolarización, el nivel o variabilidad de las tasas de interés, la situación del sistema financiero, el grado de integración al mercado de capitales y otros. Una segunda pregunta que debería contestarse es cuál es la base analítica o la evidencia empírica que respalda los supuestos beneficios que se esperan del esquema de dolarización total, y en qué plazo u horizonte tendríamos que esperar estos beneficios. Beneficios vinculados a una disciplina fiscal , balanza de pagos , la inversión y el crecimiento, considerar que la dolarización total llevará a un crecimiento alto y sostenido y, por consiguiente eliminará las crisis externas y el ciclo económico, resulta muy bueno para ser verdad. Una tercera pregunta sería qué supuestos se están haciendo acerca de la modalidad o mecanismo por el cual se llevaría a cabo la dolarización total, se está contemplando una modalidad unilateral, bilateral con los EE.UU. o un acuerdo regional. Habría que ser demasiado optimista para considerar la factibilidad de un esquema de dolarización bilateral o regional. En un futuro cercano la única opción relevante resulta de

una dolarización unilateral. Estamos hablando de un esquema que no va a tener prestamista de última instancia, que no va acceder a ingresos por señoreaje, o que por lo menos no va a contar con una institución como la Reserva Federal detrás de estos mecanismos.

No obstante, como no existen experiencias relevantes para establecer un paralelo firme, la evaluación deberá realizarse en una forma puramente analítica y especulativa. Un ejemplo concreto que vale la pena desarrollar es el efecto que la dolarización total puede tener sobre las tasas de interés y sobre el costo del crédito, esto se puede analizar haciendo uso de la condición de arbitraje de las tasas de interés:

$$i = i^* + x + \rho$$

El costo del crédito o la tasa de interés doméstica (  $i$  ) es igual a la tasa de interés del exterior (  $i^*$  ), en este caso de los EE.UU. mas la devaluación esperada o riesgos de la moneda (  $x$  ) y el riesgo país (  $\rho$  ) . Todas las propuesta a favor de la dolarización total asumen, que la abolición de la moneda domestica a favor del dólar resultará en una baja significativa e inmediata de las tasas de interés del país que dolarice. Tendríamos:

Sin un esquema de dolarización  $i_0 = i^* + x + \rho_0$

Con dolarización total  $i_1 = i^* + x + \rho_1$

En donde  $i_0 > i_1$  y  $\rho_0 > \rho_1$

Quienes proponen este esquema postulan que la volatilidad de las tasas de interés domésticas también será mucho menor con un esquema de dolarización total. Se presume que la varianza de la tasa de interés doméstica con dolarización total será mucho menor que

la varianza con dolarización parcial y, como el término de riesgo moneda desaparece, la menor varianza se explica básicamente por una menor varianza del riesgo país. Estos supuestos resultan poco realistas y razonables. Primero, no hay razón alguna por la cual la convergencia de las tasa de interés deba ser inmediata. Ningún cambio de régimen que haya partido en condiciones de relativa estabilidad ha tenido un efecto inmediato. Siempre tiende a existir, en condiciones estable iniciales, un período de transición que parece razonable suponer, de tal forma que algo similar sucedería con una dolarización total hecha de manera unilateral. El período de transición podría durar uno o dos años, o quizás más.

En segundo lugar, alcanzado el nuevo equilibrio, la dolarización total vaya a disminuir significativamente el riesgo país. Este indicador podría permanecer en un nivel similar, especialmente si la dolarización se hace de manera unilateral. Porque en esencia se está hablando de la decisión política de un país soberano, y todas las decisiones de esa naturaleza son reversibles. Con respecto a la volatilidad de las tasas de interés, es clarísimo que si estamos eliminando una fuente de variabilidad, devaluación, la varianza de tasas de interés será menor con dolarización total que con dolarización parcial.

Las tasas de interés, que constituyen un indicador del retorno esperado de capital en un país seguirán reflejando las expectativas de los inversores extranjeros y domésticos acerca de dicho país. Las expectativas en los mercados de capitales son volátiles por naturaleza. La eliminación del riesgo moneda no tiene porque cambiar esta característica de las expectativas. Suponer que van a desaparecer los rumores, los pánicos, las corridas, el

contagio regional , sólo porque las inversiones en un país dado están denominados y son redimibles en dólares, creo que es muy exagerado.

Una idea no compartida es considerar que un régimen de dolarización total genere una menor volatilidad nominal y real. Una economía totalmente dolarizada claramente exhibirá menos volatilidad nominal (de precios, de inflación, de tasas de interés) , pero quizás a cambio de una mayor volatilidad de cantidades, es decir una mayor volatilidad en el producto, en el empleo, en el crédito, y en la inversión, debido a que la mayor parte del ajuste de estas economías se tendrá que hacer vía cantidades. Los precios ya no se ajustan y la necesidad de ajuste existirá porque el ciclo económico y la crisis externa no van a desaparecer en los países simplemente porque se elimine la moneda doméstica. Tampoco los precios y salarios se volverán menos inflexibles a la baja sólo porque estén expresados en dólares.

Vale tener en cuenta un conjuntos de datos respecto a la experiencia de Panamá. Primero, en los últimos 25 años Panamá ha suscrito 13 acuerdos con el FMI . Panamá es la economía latinoamericana que ha tenido más programas con el FMI desde 1963. Por lo tanto el argumento de que la incidencia de crisis externa será menor en economías totalmente dolarizadas pierde un gran respaldo. Segundo, la enorme crisis financiera que enfrentó Panamá a fines de la década de los ochenta . En esos años, el sistema de pago de Panamá estuvo al borde del colapso como resultado del bloqueo a las líneas de crédito y al sistema de clearing que utilizó el gobierno de EE.UU. para ejercer presión sobre el gobierno del Gral Noriega . Este episodio le da una dimensión concreta y poco valorada a lo que implica

no tener la opción de usar la política monetaria y tener como respaldo un prestamista de última instancia en un período de crisis.

Finalmente, la dolarización total de las economías que están parcialmente dolarizadas es algo factible y probablemente deseable; sin embargo, no es una opción que domina absolutamente todas las alternativas en todas las opciones.

#### **5.4 Liliana Rojas-Suárez, economista jefe para América Latina del Deutsche Bank<sup>4'</sup>**

Esta opinión trata de resumir el punto de vista del mercado (los anteriores son desde un punto de vista académico). Los argumentos a favor de una dolarización no tiene nada que hacer con los elementos de estabilidad ni los elementos de corto plazo, según la expositora. Sin embargo no tiene nada en contra de una dolarización a largo plazo.

Primero, se arguye que la dolarización , eliminando el riesgo cambiario, va a traer como consecuencia una disminución de las tasas de interés, y que esta reducción de las tasas de interés promoverá el crecimiento. Pero la verdad es que 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. Aparte de no estar muy dolarizados , ¿qué tienen en común estos países? Ellos nunca han

---

<sup>4'</sup> Liliana Rojas-Suarez, Ponencia en la conferencia :”Dolarizar la Economía Peruana: Riesgos y Oportunidades”, Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía, 1999

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.

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. Lo que sucede es que existen dos formas de ajuste. En el caso del tipo de cambio, si observamos el Índice de Precios al Consumidor y el tipo de cambio, lo que se aprecia es una deflación y un tipo de cambio estable. 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 punto de discrepancia es considerar que no hay prerequisites para la dolarización. No se puede aceptar el argumento de que un país con un sistema bancario en problemas puede dolarizar sin problemas. Si tengo 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.

Pero supongamos que estamos en medio de un país que no está muy dolarizados y que de repente decidimos dolarizar. Es mas, supongamos que estamos en México en 1995 en plena “crisis del tequila”, con una gran crisis bancaria y dolarizamos. Habría habido una corrida bancaria impresionante , por una sencilla razón: mientras la política monetaria tenga algún instrumento de manejo de corto plazo, siempre existe la duda de hasta qué punto puede esta política manejarse para extender los plazos de la deuda, para jugar un poco con la inflación de corto plazo, y por eso de alguna manera el fondo de depósito de seguro podría haber ayudado como de alguna forma ayudó en México. Pero si entonces me hubieran dicho que de un momento a otro mis depósitos se convertirían en dólares, sabiendo que los activos de los bancos en dólares ahora sí son imposibles de pagar, simplemente habría salido del sistema. Afirmar que un sistema puede dolarizarse en cualquier momento bajo cualquier circunstancia en un sistema bancario no sólido es un error.

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 uno podría decir que siempre el tipo de cambio puede ajustarse para generar un superávit en cuenta corriente que permita transferir los recursos, pero la verdad es que el ajuste de cuenta corriente con respecto del tipo de cambio toma tiempo. Es más, no creo que sea malo 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.

## **6. CONCLUSIONES**

1. No existen experiencias relevantes de economías emergentes que hayan adoptado un esquema de dolarización como el que se ha querido desarrollar en el presente trabajo. No existen países con un tamaño o niveles de ingreso o trayectoria económica comparables a aquellos de las economías latinoamericanas en las que se podría discutir esta opción que hayan abandonado la moneda doméstica y hayan renunciado totalmente a tener algún tipo de política monetaria. Por lo tanto toda discusión respecto a este tema se tiene que dar necesariamente sobre el plano hipotético o de las conjeturas. El caso ecuatoriano es un caso reciente por lo tanto habría que esperar un tiempo que madure este régimen cambiario para recién poder observar tanto los beneficios como sus costos.
2. La dolarización es una opción más que merece ser considerada seriamente y que por tanto evaluada en forma sistemática, tratando de incorporar en la evaluación las características tecnológicas de la economía, del sistema productivo, del sistema financiero, y del sistema de pagos, las referencias del público y las preferencias en

la función objetivo del gobierno. Podría ser en aquellos países que presentan un alto grado de dolarización extraoficial.

3. Dado el proceso de globalización y la forma en como esta evolucionando el mundo, buscando una convergencia entre regiones y una convergencia entre monedas, podríamos pensar que en el largo plazo no habrá discusiones de si la dolarización es conveniente o no. El tener muchas monedas implicará pagar altísimos costos de transacción y por consiguiente ser ineficientes.
4. Las conclusiones con respecto a las ventajas de una dolarización lo podríamos resumir en los siguientes puntos:
  - a. La dolarización permite a los agentes económicos definir horizontes de planeación para sus inversiones de mediano y largo plazo, dado que se elimina la volatilidad cambiaria.
  - b. Con la dolarización, y al rechazar claramente 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.
  - c. La dolarización estimula aún más y acelera la integración económica, ya que conduce a una profundización de los lazos económicos entre economías

emergentes y la economía dominante (para el Perú sería EE.UU.), lo que promueve el desarrollo económico de la economía menos desarrollada.

5. Las conclusiones respecto a los inconvenientes podríamos reducir en lo siguientes puntos:

- a. 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 el punto de vista práctico es casi seguro que habrá resistencia política y que probablemente sea fuerte.
- b. 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 se transfieren al gobierno. Ese ingreso lo perderían los países que dolaricen y lo recibiría Estados Unidos a menos que consintiera en compartirlos.
- c. El país que dolarice su economía cederá toda posibilidad de tener una política monetaria y cambiaria autónoma, comprendido el recurso al crédito del banco central para facilitar liquidez al sistema bancario en situaciones de dificultad.

6. La dolarización como se sabe implica renunciar a tu moneda y tomar una moneda “fuerte”, sin embargo en todo 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. Es cierto, que esta es una posibilidad muy poco probable, pero a fin de cuentas es una posibilidad.

## **7. DEFINICIONES TEMÁTICAS**

- **Ataque especulativo:** la estampida de las familias que buscan cambiar moneda nacional por activos externos.
- **Balanza Comercial :** diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes (en US\$).
- **Balanza en cuenta corriente:** diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, incluidos los pagos netos a factores del exterior y las donaciones.
- **Balanza de pagos:** es la contabilización sistemática de las transacciones económicas de un país con el resto del mundo, durante un periodo determinado, bajo el sistema contable de partida doble.
- **Base monetaria:** aquella parte de las obligaciones del Banco Central constituida por la emisión de billetes y monedas y las reservas bancarias de encaje en forma de depósito.
- **Caja de conversión:** régimen cambiario de acuerdo con el cual no se puede emitir (o restringir) la oferta monetaria doméstica, sino sobre la base de su respaldo en alguna moneda “dura” (en el caso de un país andino podría ser el dólar).

- **Demanda monetaria:** retención de dinero en poder de las personas naturales o jurídicas, para realizar transacciones.
- **Oferta monetaria:** cantidad de dinero en circulación (M1: monedas y billetes, más depósitos a la vista).
- **Reservas internacionales netas:** balance que muestra los estados de ingresos y egresos de divisas y oro monetario de un banco o sistema bancario con el resto del mundo.
- **Riesgo-país:** medida de incertidumbre asignada a un país y que limita el ingreso de capitales externos.
- **Riesgo cambiario:** fluctuaciones inesperadas de tipo del tipo de cambio, es decir variación de una moneda respecto de otra.
- **Señoreaje:** ingreso que percibe el gobierno al emitir moneda, y es igual al poder adquisitivo del dinero que pone en circulación en un periodo dado.
- **Términos de intercambio:** relación entre los precios de nuestras exportaciones con relación al de nuestras importaciones.
- **Tipo de cambio:** valor de una unidad monetaria extranjera expresado en moneda nacional.
- **Tipo de cambio real:** valor de una unidad monetaria extranjera expresado en moneda nacional a precios de un determinado año base.
- **Vinculo cambiario:** vincular la moneda a una moneda extranjera , o a una cesta de otras monedas

## **8. BIBLIOGRAFÍA**

Fernando Aramburu Porras (2000), “Los procesos de dolarización de América Latina” (ed) “El sistema monetario panameño y sus efectos financieros y comerciales” , Comunidad Andina, pgs 55- 71

Juan Luis Morenos Villalaz (1997) , “ La experiencia monetaria de Panamá: lecciones de una economía dolarizada con una banca internacional”, Banco Nacional de Panamá.

Banco Nacional de Panamá (ed) (1998) “ 10 ensayos sobre el sistema monetario de Panamá”, Banco Nacional de Panamá.

Liliana Rojas-Suarez (2000), “Los procesos de dolarización de América Latina” (ed) “La Dolarizacion en Ecuador” , Comunidad Andina, pags 41-51.

Jurgen Schuldt (2000), “Una posición crítica sobre la dolarización del Ecuador” (ed) “La Dolarizacion en Ecuador” , Comunidad Andina, pags 71-83.

Paul Castillo B (1999), “¿ La dolarización total de la economía?”, Revista Moneda # 114, BCRP, pags 61 -64

Elmer Cuba (1999a), “¿ Dolarización total en el Perú?”, Revista Moneda # 114, BCRP, pags 65-66.

Felix Jimenez (1999), “La propuesta de dolarización: ¿un paso atrás?, Revista Moneda # 114, BCRP, pags 67-69

Javier de la Rocha (1999), “ Para dolarizar la economía se debe crear confianza en el sol” , en La Republica, Lima 17 de Julio, pag 11

Alain Ize (2000), “Implicancias de la dolarización parcial para el regimen de metas de inflación: un análisis basado en la literatura sobre dolarización”, paper, Estudios Económicos, BCRP.

Juan Luis Moreno-Villalaz, “Lecciones de la experiencia monetaria panameña: una economía dolarizada con integración financiera”, paper.

Andrew Berg y Eduardo Borensztein (2000), “Plena dolarización”, FMI, Washington, paper.

Zenon Quispe Misaico (2000), “ Política monetaria en una economía con dolarización parcial: el caso del Perú”, paper, Estudios Económicos, BCRP.

Du Bois, Fritz – Morón, Eduardo (2000), “ Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades”, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, pags 1-121

Nestor Restivov (1999), “ La dolarización, un proyecto sólo para dentro de 15 años”, en Clerín digital, Buenos Aires, Argentina: Julio 7.

Jurguen Schuldt (2000), “ Dolarización oficial de la economía: un debate en once actos”, Centro de investigación de la Universidad del Pacífico, pags 1 –140

Banco Central de Venezuela (2001), “Evaluación de la dolarización en Ecuador”, Oficina de estudios internacionales, paper.

“Programa Monetario para el 2001”, BCRP.

“Memoria 1999”, BCRP.