

La Dolarización
Marco Antonio Plaza Vidaurre

LA DOLARIZACIÓN DE UNA ECONOMÍA Y UN ANÁLISIS EMPÍRICO Y TEÓRICO

JUNIO 2005

Mg. Marco Antonio Plaza Vidaurre

Capítulo 1

Introducción

La dolarización es un fenómeno económico que ha caracterizado a la economía peruana en las últimas décadas. Si medimos la dolarización como el ratio del cuasidinero en dólares entre el cuasidinero total del sistema bancario y del sistema financiero, y aplicamos este indicador a los últimos 50 años en la economía, observamos que su tendencia, varió significativamente en las dos últimas décadas y se ha reducido ligeramente en los años noventa (ver anexo 1).

La dolarización medida en el mes de febrero del presente año, llega a un valor de 70% aproximadamente.

$$dolarización_1 = \frac{\$cuasi_dinero}{\$cuasi_dinero + \$cuasi_dinero}$$

Existen otros ratios para medir la dolarización financiera. El Banco Central de Reserva del Perú¹, utiliza el siguiente ratio para medir la dolarización:

$$dolarización_2 = \frac{\$liquidez}{\$+\$/liquidez_total}$$

En el mes de enero, según el instituto emisor, la dolarización llega a un valor de 55% según las cuentas monetarias del sistema bancario. La dolarización según las cuentas monetarias de las sociedades de depósito alcanzó un valor de 61% y finalmente la dolarización, según las cuentas financieras del sistema financiero, tuvo un valor del 42%. En estos tres casos, la liquidez total incluye al circulante en moneda nacional, mientras que la liquidez en moneda extranjera, no incluye el circulante toda vez que no se tiene control sobre esta clasificación del dinero.

Es importante resaltar al no incluirse el circulante en dólares (el mismo que estaría en el numerador y denominador), este indicador tendrá un menor valor, lo que nos daría un menor porcentaje de la dolarización de la liquidez total.

En cuanto a la dolarización de los créditos del sistema financiero, tenemos que al 22 de Enero del presente año², el crédito del sistema financiero al sector privado (fin de periodo) fue de un valor de S/. 24,060 millones, y el total del crédito, incluyendo dólares, ascendió al valor de

¹ a) Fuente: Nota Semanal N° 7 del 18 de febrero de 2005, BCRP. b) Los datos para medir la dolarización utilizando el ratio del cuasidinero en dólares entre el cuasidinero total ha sido tomado de la misma fuente. c) Según este documento del BCRP las sociedades de depósito son las entidades financieras bancarias y no bancarias. Éstas son las empresas financieras, cooperativas de ahorro y crédito, cajas municipales, cajas rurales, cooperativas de ahorro y crédito y fondos mutuos de inversión.

² Idem

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

S/.64,280. El porcentaje del crédito en nuevos soles fue de 37.4%, y por tanto el crédito dolarizado fue de 62.5% del total. Este financiamiento, según la fuente citada, incluye a los intermediarios financieros, inversionistas institucionales, préstamos e inversiones financieras, como títulos emitidos de renta fija y variable.

También se cuenta con información del crédito del sistema financiero al sector privado ajustado, que se diferencia del anterior en que no incluye las inversiones en acciones y las primas por cobrar de inversionistas institucionales al crédito total al sector privado³.

En relación a la dolarización de los créditos del sistema bancario, tenemos que a la misma fecha anterior⁴, el crédito del sistema bancario al sector privado (fin de periodo) fue de un valor de S/. 11,394 millones, y el total del crédito, incluyendo dólares, ascendió al valor de S/. 43,587 millones. El porcentaje del crédito en nuevos soles fue de 26.1%, y por tanto el crédito dolarizado fue de 74% aprox. del total.

Dadas estas cifras, se observa que las cuentas monetarias y los créditos del sistema financiero y bancario se encuentran aún fuertemente dolarizados.

Nuestra historia económica es rica en experiencias macroeconómicas. Ésta se ha caracterizado mayormente por contar con políticas económicas orientadas a controlar el mercado cambiario. Sin embargo, en los últimos 15 años, el mercado cambiario ha sido libre y con intervención del ente emisor con la finalidad de evitar cambios bruscos en el valor del tipo de cambio.

En la década de los años setenta y ochenta el mercado cambiario fue controlado a través de un sistema de tipo de cambio fijo y de mini devaluaciones. La escasez de dólares obligó en muchas circunstancias elevar el valor del tipo de cambio nominal. Sin embargo en estos años, la inflación superó a la devaluación de la moneda nacional respecto al dólar por lo que el tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos de N.A. disminuyó en todo este periodo. Esto sucedió por la política fiscal que creó déficit y el correspondiente financiamiento vía emisión de dinero.

Con el cambio de la política económica a partir de 1990, el mercado cambiario se convirtió en un mercado libre donde el tipo de cambio se fija por la interacción de la demanda y la oferta.

Actualmente nuestro sistema de tipo de cambio es de flotación controlada, según la definición que observamos en la tabla N° 1, que también es conocida en los manuales de macroeconomía como la flotación sucia.

³ Nota de pie de página de la tabla 6 del documento citado del BCRP

⁴ BCRP, 2005

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

El mercado cambiario controlado (sin flotación) y el sistema de tipo de cambio fijo creó en la economía peruana una serie de distorsiones macroeconómicas. El motivo fue que al controlar el tipo de cambio y dada la expansión de la demanda agregada vía la expansión del dinero como consecuencia del déficit fiscal, las exportaciones perdieron competitividad en vista que la moneda nacional se sobrevaluó respecto al dólar (perdió paridad). El crecimiento de la demanda agregada impulsó el crecimiento de la producción agregada con la consecuente expansión de las importaciones. La demanda de dólares aumentó y la oferta de dólares disminuyó creándose así la escasez de dólares. Dichas políticas desembocaron siempre en devaluaciones fuertes desestabilizando a la economía toda vez que se creaba una mayor inflación por costos.

La caída de las exportaciones por factor de desventaja competitiva por costos y disminución del influjo de los capitales por expectativas negativas de nuestra economía y especialmente las expectativas de devaluación, entre otros potenciaron la crisis de divisas. Si añadimos a esta situación, el déficit fiscal del gobierno y una expansión desproporcionada del dinero, la economía se vio envuelta en un espiral de inflación, pérdidas de Reservas Internacionales, devaluaciones y en muchos casos en crisis de Balanza de Pagos.

Cuando los mercados fueron controlados a través de la fijación de los precios de los bienes y servicios y en especial del tipo de cambio nominal, la economía se desestabilizó ocasionando que después de un periodo de tiempo se recurra a medidas económicas con la finalidad que la economía retorne a la senda de la estabilidad. Estas medidas, en términos generales fueron: reducción del gasto público y del déficit fiscal, ajuste del tipo de cambio nominal por medio de la liberación del mercado cambiario, liberación de los precios controlados con la consecuente elevación de los precios y finalmente retorno al nivel de producción natural sin no antes crear un gran desempleo.

Estas medidas tenían como objetivo estabilizar a la economía con la finalidad de crear las condiciones necesarias para que la producción global creciera sostenidamente con una visión de largo plazo. Esto significó eliminar el exceso de Demanda Interna sobre el Producto Bruto Interno de tal manera de dar señales positivas de un nuevo rumbo de la economía a los mercados nacionales e internacionales. Todos estos problemas se presentaron cada vez que los mercados trataron de ser controlados.

En el anexo N° 2 se pueden observar dos figuras relacionadas a la evolución del tipo de cambio nominal y real desde el año 1950 hasta el año 2004

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Mientras el tipo de cambio nominal se caracterizó por ser estable inicialmente, luego aumenta de manera pronunciada para estabilizarse finalmente. En cambio el tipo de cambio real tiene una tendencia decreciente con picos y caídas bruscas como consecuencia de las devaluaciones e inflaciones.

Actualmente nuestra economía se encuentra estabilizada con dos monedas, el nuevo sol y el dólar americano, dado que los agentes económicos han aceptado estas dos monedas. Algunos indicadores nos dan la información que la economía peruana se encuentra estabilizada como un desempleo abierto aproximado del 10%, déficit fiscal de un 1% del PBI, una balanza comercial con un gran superávit y una cuenta corriente de la balanza de pagos con un déficit muy reducido si lo comparamos al de las últimas décadas.

Sin embargo, el Euro, es una moneda que inicia su aparición sobretodo en el mercado callejero de moneda extranjera, lo que de seguir esta tendencia, nuestra economía podría acabar con tres monedas y dos tipos de cambio.

Aún contando con dos monedas en nuestra economía la inflación se encuentra totalmente controlada. Al respecto citamos al profesor Friedrich A. Hayek, premio nobel de Economía en 1974, en su libro “Desnacionalización de la Moneda”, (Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1980),

“El manejo monetario no debe proponerse un particular volumen de circulación predeterminado ni siquiera cuando se trate de un monopolio emisor en un territorio dado y, menos aún, si se trata de emisiones competitivas; lo que debe intentar es averiguar qué cantidades de monedas mantendrán constantes los precios. Ninguna autoridad puede determinar de antemano la cantidad óptima de moneda y sólo el mercado puede llegar a descubrirla.” (pág. 141)

Analizando la cita anterior, vemos que el autor nos explica que el objetivo más importante es la estabilidad de la moneda nacional frente a la moneda extranjera. Sin embargo agrega el autor que la autoridad monetaria no puede definir la oferta monetaria de manera exacta y es el mercado el que nos dará la información a través de la demanda de dinero de los agentes económicos.

En nuestro caso, esta cita es aplicable a nuestra economía toda vez que está fuertemente dolarizada, existiendo un circulante desconocido por la autoridad monetaria y una gran cantidad de depósitos en dólares.

Si el mercado demanda dos monedas y si se trata de eliminar la extranjera, la economía se desestabiliza porque la demanda de divisas continuará y tarde o temprano los dólares que se demandan se harán escasos y se iniciará así el ciclo desestabilizador. En tal sentido podríamos

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

plantear que la dolarización es un proceso natural y que interrumpir su curso desestabiliza la economía.

Sin embargo ¿Puede ser estable una economía que tenga su liquidez bancaria en un mayor porcentaje en moneda extranjera? Una economía dolarizada es estable, (asumiendo equilibrio en el resto de mercados), en vista que los mercados financieros y cambiarios estarían trabajando correctamente, sin intervención alguna.

Es importante resaltar que la expectativa de inflación y depreciación de la moneda nacional frente al dólar (y actualmente frente al Euro) aún se mantienen arraigadas en las mentes de los agentes económicos. Esta situación se comprueba al observar la evolución de la inflación y de la dolarización en las últimas décadas. Desde el año 1950, la dolarización y la inflación tuvieron una tendencia creciente. En el caso de la dolarización, su valor más alto fue en la última década; en el caso de la inflación, tuvo una tendencia más acentuada con un gran desborde en la década del ochenta.

En los años noventa la inflación disminuyó considerablemente y se mantiene en niveles bastantes bajos lo cual es muy positivo; en el caso de la dolarización, creció en los últimos años para luego estabilizarse en un valor mayor al 50%.

Se observa así que en décadas pasadas, el aumento de la inflación puede haber sido una variable que influyó en la dolarización de la economía. Sin embargo la caída de la inflación en la última década no ha ocasionado la disminución de la dolarización. La explicación sería que la expectativa de depreciación no ha desaparecido, lo cual significa que las personas y empresas siguen considerando al dólar como reserva de valor ante un eventual aumento del tipo de cambio nominal o rebrote inflacionario.

Si la economía se dolariza totalmente, lo que se conoce como la dolarización oficial, se eliminaría la expectativa de depreciación o el riesgo cambiario y se integrarían los mercados financieros nacionales con los internacionales.

A su vez, si la economía adopta la dolarización oficial, el Estado (autoridad monetaria) no emitiría dinero ni sería prestamista de última instancia a menos que posea un fondo de contingencia. La oferta de dinero se volvería endógena y estaría en función del saldo de la balanza de pagos. A su vez, este saldo está en función de las exportaciones netas, de bienes y servicios y del flujo neto de capitales.

Es importante resaltar el esfuerzo del Banco Central de Reserva por desdolarizar a la economía lo que se conoce como la "solarización". A este esfuerzo se le suma la gran expansión que

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

actualmente tienen las exportaciones lo que ha ocasionado que el tipo de cambio nominal disminuya lo que no ha sido usual en nuestra historia económica.

Las exportaciones⁵ en el año 2003 alcanzaron el valor de \$9,000 millones aproximadamente, mientras que en el año 2004, éstas fueron de \$12, 500 millones aprox. En el año 2003, la balanza comercial fue positiva en \$731 millones, y el año pasado alcanzó un superávit de \$2,729 millones. Es importante destacar que los términos de intercambio en el año 2003 aumentaron en 1.4% y en el año 2004, se incrementaron en 8.1%. Esto se explica porque el índice de precios de las exportaciones y las importaciones aumentaron en 17.1% y 8.4%% en el año 2004, respectivamente, y el índice de volumen de las exportaciones e importaciones aumentaron en 19.2% y 9.5% en el mismo año, respectivamente.

Se puede apreciar que el sector externo favoreció en el último año a la oferta de dólares presionando a la baja el tipo de cambio nominal. Este precio, en el mes de enero del año 2003 tuvo un valor de S/.3.481 por dólar (fin de periodo y promedio entre el valor de compra y venta, interbancario); a fin de año fue de S/. 3.463 por dólar. En el mes de enero del 2004, fue de S/.3.501 por dólar, y a fin de año, S/.3.280 por dólar. A fin del mes de enero del 2005, tuvo un valor de S/.3.262 por dólar, y al 15 de febrero, S/.3.260 por dólar.

Desde una perspectiva de mediano y largo plazo se mantiene la inquietud si la economía debe permanecer dolarizada extraoficialmente o dolarizarla oficialmente.

El objetivo de este artículo es explicar el concepto de la dolarización de una economía y analizar diferentes comentarios sobre la conveniencia de dolarizar a la economía peruana. Finalmente se plantea una oferta de dinero endógena de dinero que se daría en el caso que la economía sea dolarizada oficialmente.

A continuación se efectúa una exposición de las ventajas y desventajas de adoptar el dólar como una moneda oficial.

⁵ Banco Central de Reserva, 2005

Capítulo 2

Conceptos, ventajas y desventajas de una economía dolarizada⁶

Kurt Schuler⁷ presentó un reporte a título personal donde explicó de una manera muy concisa y didáctica los conceptos relacionados a la sustitución de una moneda extranjera por una moneda doméstica de un país, tomando al dólar de N.A. como ejemplo. En adición se explican los tipos de dolarización, las ventajas y desventajas así como los pasos a seguir para que un país se dolarice.

La dolarización a nivel mundial tiene tres modalidades: la dolarización extraoficial, semioficial y oficial.

El primer caso ocurre cuando las personas mantienen gran parte de su riqueza en dólares teniendo en consideración que esta moneda no es aceptada de manera legal. En esta definición se hace énfasis en el concepto de legalidad de la moneda extranjera, el cual significa que una moneda es legalmente aceptable como pago para todas las deudas.

La dolarización extraoficial puede incluir mantener cualquiera de los siguientes activos:

- a) Bonos extranjeros y otros activos no monetarios, generalmente en el exterior.
- b) Depósitos de moneda extranjera en el exterior.
- c) Depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario doméstico
- d) Billetes en poder de las personas.

Schuler⁸ explica las etapas de la dolarización:

“La dolarización extraoficial a menudo ocurre en etapas que corresponden a las funciones del dinero....., medida de valor, medio de pago y unidad de cuenta. La primera etapa lo que los economistas llaman “sustitución de activos”, la gente mantiene bonos extranjeros y depósitos en el exterior como reserva de valor. Hacen esto porque quieren protegerse contra la pérdida de riqueza a través de la inflación de la moneda nacional.....En la segunda etapa de la dolarización extraoficial, llamada a veces por los economistas “sustitución monetaria”, la gente mantiene grandes cantidades de moneda extranjera en el sistema bancario doméstico, y luego billetes extranjeros, como medio de pago para mantener su valor.....En la etapa final de la dolarización extraoficial, la gente piensa

⁶ Ver Tabla N° 2. En esta tabla se presenta un resumen de las ventajas y desventajas de la dolarización oficial de la economía, publicado por el Banco Central del Ecuador en su Memoria Anual

⁷ Economista Senior al Presidente del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos de N.A., Oficina del Presidente del Comité, Senador Connie Mack, artículo “ Fundamentos de la Dolarización”. Fuente: Página Web del Congreso de los E.E.U.U. de N.A., Julio 1999. Los conceptos aquí vertidos han sido tomados de este documento, agregando un análisis económico a título personal.

⁸ Ob.Cit., página 2

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

en términos de la moneda extranjera, y los precios en la moneda local se los relaciona con el índice de la tasa de cambio”

Una manera de medir la dolarización extraoficial es calculando la proporción de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario doméstico. Un estudio reciente de países en desarrollo seleccionados efectuado por el FMI, encontró que 52 países estaban altamente o moderadamente dolarizados en 1995.⁹

Según el reporte de Schuler¹⁰, los países extraoficialmente dolarizados son: Argentina, Bolivia, México, Perú, países de la Ex Unión Soviética, especialmente Armenia, Azerbaijón, Georgia, Rusia y Ucrania, Mongolia, Mozambique, Rumania, Turquía y Vietnam.

Agrega que el dólar y el marco alemán (cuando existía)¹¹ fueron las monedas más usadas fuera de sus países a nivel internacional. Sin embargo se da el caso curioso en el sentido que dado el gran tamaño de la economía japonesa, el yen japonés no es tan usado fuera de su país. También el reporte mencionado explica que en el caso de la dolarización semioficial, la moneda extranjera es de curso legal y puede dominar los depósitos bancarios, sin embargo tiene un papel secundario con respecto a la moneda doméstica, en el caso de pago de salarios, impuestos, gastos diarios como servicios públicos, alimentos, otros. En estos países, existe un Banco Central de Reserva. Los países semi oficialmente dolarizados, según el reporte, son: Bahamas, Camboya, Haití, Laos, Liberia.

En cuanto a la dolarización oficial, también llamada dolarización total:

“ocurre cuando la moneda extranjera adquiere status exclusivo o predominante de curso legal completo. Esto significa no solamente que es legal el uso de la moneda extranjera en los contratos privados, sino que el gobierno lo usa para hacer sus pagos. Si existe la moneda doméstica, ésta se restringe a un papel secundario, tal como ser emitida solamente en la forma de moneda fraccionaria de poco valor”.¹²

En el caso de Panamá, el Balboa tiene un papel secundario y tiene el mismo valor que el dólar, es decir, un balboa es igual que un dólar.

La dolarización oficial no es considerada una reforma monetaria eficiente por muchos países porque aún se considera como una manera de perder soberanía económica y también como un sistema económico y monetario que acarrea pérdidas económicas en el sentido que el país que se dolarice totalmente pierde su capacidad de emitir dinero y por tanto su capacidad de autofinanciarse cada vez que sea necesario.

⁹ Ob.cit.

¹⁰ Ob.Cit.

¹¹ Este informe fue escrito antes que Alemania adopte el Euro como moneda oficial

¹² Ob.cit., página 5

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

El informe hace un comentario interesante de la economía de Panamá¹³:

“Panamá ha tenido un crecimiento económico respetable, aunque no espectacular, una tasa promedio de inflación menor que la de los Estados Unidos de N.A., y no ha tenido grandes fracasos bancarios. Las tasas de interés para los préstamos han sido por lo general dos puntos de porcentaje más altos que la de los E.E.U.U. de N.A., , mientras que las tasas de interés interbancarias han estado más cercanas que las anteriores con respecto a la del país mencionado. Además del Estado Asociado de Puerto Rico, Panamá es el único país de América Latina donde los prestamistas privados están dispuestos a hacer préstamos hipotecarios a tasa fija de 30 años.”

En un país como el nuestro, el Perú, al igual que en Panamá, las tasas de interés disminuirían en su valor teniendo en consideración que el riesgo cambiario desaparecería. Pues, el tipo de cambio esperado y por tanto la depreciación esperada de la moneda nacional frente al dólar dejaría de ser un factor que fija las tasas de interés. En términos teóricos, la tasa de interés local debe igualarse a la tasa de interés internacional. Sin embargo habrá un diferencial que reflejen los costos de transacción, la inflación, y, el riesgo de no pago y la expectativa de devaluación.

Un país que se dolariza oficialmente tendría una relación financiera con los E.E.U.U. de N.A. muy integrada al igual que dos Estados del mencionado país. En otras palabras, la dolarización permite una integración financiera reduciendo los costos de transacción propios de los mercados financieros y también la creación de una mayor confianza para efectuar depósitos en los bancos locales por parte de agentes extranjeros. Esta confianza también se reflejaría en las empresas nacionales en el sentido que su deuda no aumentaría, por efecto de una depreciación de 1 la moneda nacional, al eliminarse por completo esta posibilidad.

El informe de Schuler nos explica como funciona la dolarización extraoficial y como afecta a la economía en términos macroeconómicos. Nos indica el informe que los estudios efectuados por los economistas se han referido especialmente a la fase de sustitución de la moneda, que se caracteriza cuando la gente usa moneda extranjera para pagar bienes y servicios caros aun cuando la moneda nacional debe ser usada legalmente. Los efectos contrapuestos los explica de la siguiente manera¹⁴:

“Por una parte, se puede hacer inestable la demanda de la moneda local. Si la gente cambia a la moneda extranjera repentinamente, puede ocasionar que la moneda doméstica se deprecie, iniciando un espiral inflacionario. Cuando la gente mantiene cantidades sustanciales de depósitos en moneda extranjera, un cambio de las tasas de interés doméstica o extranjera puede producir grandes movimientos de una moneda a otra, como una manera de especular con la tasa de cambio. Estos cambios de posición complican la labor de un banco central que

¹³ Ob.cit., página 6

¹⁴ Ob.cit.,página 9

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

está tratando de apuntar a la oferta de dinero doméstico. Por otra parte, la dolarización extraoficial ofrece una protección contra la inflación de la moneda doméstica y puede aumentar la estabilidad del sistema bancario. Permitir a los bancos domésticos que acepten depósitos en moneda extranjera significa que los depositantes no tienen que enviar su dinero fuera del país cuando quieren cambiarlo a una moneda extranjera. Por lo tanto, disminuye el riesgo de que una devaluación cause una corrida bancaria. En algunos casos el “efecto inestabilidad en la demanda de dinero” es más importante, mientras en otros casos el “efecto estabilidad en el sistema bancario” es más importante. Consecuentemente, los economistas están divididos en cuanto a si es deseable o no la dolarización extraoficial o semioficial”.

Aquí se observa que una situación de dolarización extraoficial ayuda a la estabilidad bancaria sin embargo se presentaría el efecto inestabilidad de la demanda de dinero nacional.

La dolarización extraoficial crea un desbalance entre la oferta y la demanda de dinero nacional sobretodo si se presenta una mayor demanda por dólares. En este último caso una expansión de la demanda por moneda extranjera trae como consecuencia que la demanda de moneda nacional disminuya, es decir, ambas monedas se comportan como si fuesen dos bienes sustitutos.

En detalle, el dólar sustituye al nuevo sol. Al disminuir la demanda de nuevos soles, lo que quiere decir que las personas prefieren tener parte de su riqueza en moneda extranjera, se produce un efecto similar a un aumento de la oferta monetaria, es decir, habrá un exceso de oferta moneda nacional frente a una demanda de dinero nacional. Ahora bien, el exceso de moneda nacional crea un desequilibrio en el mercado de dinero que traería como consecuencia una presión para el aumento de precios lo que conllevaría a un aumento en las adquisiciones de moneda extranjera ante la expectativa de devaluación, lo que produciría un aumento en el tipo de cambio. El aumento del tipo de cambio ocasionaría una elevación del nivel de precios dependiendo de la intensidad del cambio.

En el caso de variaciones de las tasas de interés en moneda nacional o moneda extranjera, las rentabilidades de tener depósitos en moneda nacional y extranjera varían produciéndose el efecto sustitución de monedas y por consiguiente de activos, como producto de la aparición de nuevos costos de oportunidad, es decir, la rentabilidad de tener moneda nacional y moneda extranjera en los bancos tendría una diferencial la misma que se igualará a través de modificaciones en el tipo de cambio nominal, si el sistema es de tipo de cambio flexible lo que implica cambios en la relación de arbitraje de rentabilidades de diferentes monedas.

En cuanto al análisis¹⁵ de un sistema económico dolarizado, es más simple y fácil efectuarlos en un sistema dolarizado oficialmente que en uno dolarizado semi oficialmente. En el primer caso, se eliminan todos los problemas relacionados a los cambios de monedas y a la inflación por depreciación, a diferencia del segundo caso donde el gobierno tiene la capacidad de emitir

¹⁵ Ob.cit.

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

moneda nacional y de manejar el tipo de cambio y donde se presenta claramente la sustitución de monedas y de activos.

Agrega el informe que un país oficialmente dolarizado formará parte de una zona unificada de moneda con el país cuya moneda se está adoptando. Este país dolarizado tendrá una relación financiera igual de la que tiene dos Estados diferentes en los E.E.U.U. de N.A.

Por otro lado, agrega el informe, un país dolarizado totalmente renuncia a su política monetaria e importa la política del país cuya moneda se adopta. También, como se forma una zona monetaria unificada, se da el arbitraje del precio de los bienes que pueden venderse en el país que se dolariza como en el país cuya moneda se ha adoptado como moneda oficial, ya que éstos tenderán a igualarse, existiendo solamente una ligera diferencia por los costos de transporte y los aranceles.

Por otra parte, si uno de los países con los cuales existe una relación comercial se mantiene con una economía dolarizada de manera extraoficial, aparecen otros costos debido a la existencia del riesgo cambiario o a las expectativas de depreciación. Por ejemplo, si vendemos un producto a los E.E.U.U. de N.A., la empresa exportadora fija sus costos en nuevos soles, y luego lo transforma en dólares una vez colocado el margen de ganancia, de acuerdo al tipo de cambio nominal vigente, asumiendo que el producto es diferenciado y la empresa tiene capacidad de fijar el precio.

Si la moneda del país exportador se deprecia, refiriéndonos al nuevo sol, el producto lo podremos colocar a un precio mucho menor en dólares. En este caso la depreciación ocasiona una ventaja competitiva por el lado de los costos lo que normalmente se conoce como el aumento de la competitividad de los bienes transables. El país importador, los E.E.U.U. de N.A. comprará bienes más baratos.

Si se trata de un país de América Latina, de una economía pequeña, nuestra depreciación de la moneda nacional, afectará su balanza comercial y desde el punto de vista del consumidor, éstos se verán beneficiados al tener una mayor capacidad adquisitiva. Caso contrario sería si en un país vecino se deprecia su moneda con respecto al dólar. Al estar nuestra moneda pegada al dólar, será más barato importar por lo que nuestra balanza comercial se verá afectada.

También explica el informe que en los países dolarizados la tasa de inflación como las tasas de interés tendrán una tendencia a converger con la de los E.E.U.U. de N.A. Sin embargo las tasas de interés se diferenciarían por el riesgo país, que dependerían de la estabilidad política y de la capacidad de pago de la deuda externa.

Con respecto a la oferta de dinero en una economía totalmente dolarizada, será una función del saldo de la balanza de pagos. En este caso la oferta de dinero dependerá de las exportaciones

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

netas, del saldo de la cuenta corriente y del saldo de la cuenta de capitales. Si la balanza comercial es negativa al igual que el saldo de la cuenta corriente, como es el caso de la economía peruana, la oferta de dinero disminuiría, si es que los flujos de capital no cubren el saldo negativo de la cuenta corriente. Sin embargo en el caso peruano, la cuenta corriente es cubierta por la cuenta de capital lo que significa que la oferta de dinero aumenta toda vez que el saldo de la balanza de pagos sea positiva.

Ahora bien, sería interesante analizar como se ajusta una economía ante una crisis económica internacional, en el caso de estar extraoficialmente dolarizada y oficialmente dolarizada. En el primer caso, como el de la economía peruana, el ajuste se da a través de la variación del tipo de cambio, si es sistema del tipo de cambio es flexible. En este caso, el tipo de cambio equilibra el desajuste entre la demanda y oferta de moneda extranjera. Otro ajuste es a través de la pérdida de reservas internacionales netas para mantener el tipo de cambio con un valor determinado. En el caso peruano y en diferentes pasajes de su historia económica se dieron ambos casos, en el sentido que tanto el tipo de cambio nominal como el tipo de cambio real, aumentaron. Sin embargo, dado los aumentos de estas variables, se perdieron reservas internacionales netas. Estos resultados se podrían interpretar de la siguiente manera: la economía peruana ha tenido en muchas oportunidades un sistema de tipo de cambio que no es fijo ni variable, el mismo que se puede definir como un sistema de tipo de cambio cuasi fijo o cuasi variable.

Igual sucedió con el Brasil durante la crisis del Asia a finales del siglo pasado, que intentó mantener el tipo de cambio nominal en un valor determinado y luego lo dejó flotar el tener una pérdida considerable de reservas internacionales netas.

La elevación del tipo de cambio o la depreciación de la moneda nacional tiene dos impactos importantes en la economía, sobretodo si se trata de gran envergadura: primero, las exportaciones se tornan más competitivas por lo que su demanda internacional aumenta, segundo, las importaciones se hacen más caras por lo que su demanda nacional se contrae, tercero, mejora la balanza comercial, y cuarto, se genera inflación, que dependiendo de la elasticidad depreciación versus precios, afectaría el tipo de cambio real y por tanto podría producirse el efecto contrario al explicado anteriormente.

Sin embargo esta medida puede crear un efecto dominó en la región en vista que la devaluación hace más caras las importaciones y por tanto más baratas las exportaciones de los países con los que intercambiamos bienes.

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

En relación a la integración financiera, no necesariamente se presenta cuando un país se dolariza oficialmente.¹⁶ Este comentario merece una explicación. Para que la integración financiera se desarrolle entre dos países, las instituciones financieras tanto del país dolarizado como del resto del mundo, en especial de los E.E.U.U. de N.A, deben competir en iguales condiciones. Esto quiere decir que los bancos extranjeros podrán dar créditos, recibir depósitos, comprar bancos o instituciones financieras, libertad de acción, libre movimientos de capitales, etc. Si se suman la integración financiera y la dolarización oficial, este país formará parte de una gran fuente internacional de liquidez que le permitiría contar con nuevas fuentes de crédito.

Con respecto a la estabilidad financiera, agrega el informe Schuler¹⁷:

“La habilidad del sistema financiero para mover los fondos sin los riesgos de tasas de cambio entre un país oficialmente dolarizado y el país emisor reduce los periodos de bonanza y depresión de capital extranjero que ocurre a menudo en países con política monetaria independiente y sistemas financieros no bien integrados al sistemas mundial. También ayuda a estabilizar la tasa de cambio real.”

Al respecto, en los países como el nuestro donde existe la dolarización extraoficial, un gran diferencial entre las tasas de interés y poca integración financiera, existen periodos de un gran influjo de capitales que trae como consecuencia un abaratamiento de los créditos en dólares y un gran endeudamiento por parte de las empresas que generan una gran inestabilidad en la economía. También se presentan periodos, sobretodo durante las crisis económicas internacionales, una corrida de capitales que ocasionan una gran expectativa de depreciación de la moneda nacional, pérdida de reservas internacionales netas y una presión inflacionaria.

Ahora bien, si un país se dolariza oficialmente, se evita estos periodos de bonanza que crean cierta inestabilidad en el sistema real y monetario. Muy por el contrario, al estar dolarizada la economía, los flujos de capital no tendrán cambios bruscos al no existir un gran diferencial en las tasas de interés ni existir la expectativa de depreciación ni de una crisis de la balanza de pagos.

Otra ventaja de un sistema dolarizado oficialmente e integrado financieramente, es que crea las condiciones de competencia entre las instituciones financieras tanto locales como extranjeras. Una mayor competencia reduce los márgenes de ganancia beneficiándose los consumidores a través de una reducción del costo del crédito, es decir, las tasas de interés; existe una mayor diversificación del negocio, por tanto, una mayor cantidad de alternativas para los consumidores, un mejoramiento de la calidad y de la atención al cliente por parte de estas instituciones lo que conlleva a un sistema más eficiente.

¹⁶ Ob.Cit.

¹⁷ Ob. Cit, página 11

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Por otro lado, los bancos internacionales, dada la integración financiera, se convierten en suministradores de recursos económicos a través de préstamos, lo que sustituye de alguna manera a los bancos centrales como prestamista de última instancia. En este caso, si se diese una disminución considerable de la cantidad de moneda extranjera, los bancos nacionales tendrían como recurso a los bancos extranjeros por lo que estos harían las veces de un banco central.

El informe explica los costos y los beneficios de la dolarización para los Estados Unidos, los que veremos a continuación.

El señoraje se define como:

“los ingresos provenientes de la emisión de dinero se conocen como el señoraje. El señoraje neto es la diferencia entre el costo de poner dinero en circulación y el valor de los bienes que se comprarán (señoraje bruto, un concepto relacionado, no toma en cuenta el costo de poner el dinero en circulación”.¹⁸

Otra definición interesante es la siguiente:

“el señoraje bruto es el cambio en la base monetaria durante un periodo dado, dividido entre el nivel de precios promedio durante el periodo, si se desea corregir por inflación”.¹⁹

Entre los riesgos que figuran en el informe²⁰ está de que los países oficialmente dolarizados:

“presionarán a los Estados Unidos para asumir responsabilidad en la solución de sus problemas económicos....., el sistema de Reserva Federal y el Tesoro puede notificar a los países considerados con dolarización oficial, que la responsabilidad descansa en el gobierno nacional. Funcionarios del Sistema de Reserva Federal y del Tesoro ya han enfatizado este punto repetidamente en declaraciones públicas”.

Otro riesgo importante es resaltado en el informe²¹:

“es la posibilidad de que un gran número de extranjeros que usan el dólar repentinamente se cambien al euro u otra moneda, causando una inundación masiva de dólares y forzando a la Reserva Federal a aumentar la tasa de interés para prevenir que se dispare la inflación. Pero mientras el dólar siga gozando de confianza, una inundación de dólares es improbable. La mejor manera de prevenirlo es que el dólar continúe desempeñándose tan bien como lo ha hecho en los últimos 17 años”.

En cuanto a los beneficios para los Estados Unidos, el informe²² nos explica que en los países con dolarización oficial el riesgo cambiario desaparece y se reducen los costos de transacción de cambiar monedas tanto para los turistas como para los negociantes. Sin embargo, estos ahorros son pequeños pero darían la base para otro tipo de ahorro, el indirecto, que se obtiene como producto del crecimiento de la actividad económica en los países dolarizados de manera oficial, lo que conllevaría a una expansión de la demanda de los bienes estadounidenses, en

¹⁸ Ob.cit, página 11

¹⁹ Ob.cit., página 11

²⁰ Ob.cit., página 12

²¹ Ob.cit., página 13

²² Ob.cit.

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

vista que el país dolarizado tiene una moneda estable y segura así como un sistema financiero más integrado. El resultado final sería un mayor crecimiento para la economía estadounidense.

En cuanto a las quejas de los negociantes estadounidenses, el informe²³ explica que el dumping se produce por efecto de una caprichosa política cambiaria, en el sentido que una depreciación hace, en automático, que los productos importados sean más baratos afectando la demanda de los bienes de los Estados Unidos. Los productos importados se hacen más baratos no por razones de eficiencia sino por una política económica que ocasiona la elevación del tipo de cambio.

Sin embargo la depreciación no esperada puede originarse por muchas razones. Una de ellas es una corrida de flujos de capitales como producto de un aumento de la tasa de interés en los Estados Unidos. Otro caso puede ser por una caída en la demanda por las exportaciones de productos primarios. También tenemos el caso de que surge la desconfianza en ciertas regiones lo que ocasiona el cierre de las líneas de créditos a los bancos comerciales nacionales, etc. En síntesis, son muchas las razones que pueden ocasionar una depreciación de la moneda nacional y por consiguiente el aumento de la competitividad y de las ventajas competitivas por el lado de los costos, y esto puede suceder por factores reales y no solamente monetarios.

También se analiza en el informe²⁴ los costos y beneficios para los países que dolarizan. Los costos de señoría²⁵ pueden ser entendidos como costos de stocks así como costos de flujo.

En el primer caso:

“el costo de stock es el costo de obtener suficientes reservas necesarias para reemplazar la moneda doméstica en circulación”.

En el segundo caso:

“una forma alternativa de pensar acerca del costo de la pérdida de señoría es como un costo de flujo, una cantidad que se pierde año tras año.....Un método de calcular el costo del flujo es multiplicar la moneda en circulación por la tasa de interés en activos extranjeros. Otro método es multiplicar la base monetaria por la tasa de inflación doméstica o por alguna tasa de interés de la moneda doméstica, la cual es generalmente más alta que la tasa de interés en activos extranjeros”.

²³ Ob.cit

²⁴ Ob.cit.

²⁵ Ob.cit. página 14

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Otro costo considerado es aquel en que se incurre cuando se convierten los precios, los programas de computación, y todo sistema de registro, de moneda nacional a la moneda extranjera.

Con respecto a que el Banco Central de Reserva es el prestamista de última instancia, al dolarizarse una economía se pierde esta alternativa de solución, cada vez que la banca comercial doméstica presenta crisis de liquidez. Sin embargo el informe plantea que los bancos internacionales pueden hacer las veces de prestamistas cada vez que los bancos nacionales tengan líneas de créditos y las requieran. En tal sentido los bancos centrales no serían necesarios porque la banca privada puede proveer líneas de créditos suficientes para evitar una crisis de liquidez del sistema financiero.

En cuanto a la política fiscal, el informe nos señala que un país dolarizado perdería flexibilidad en la política monetaria, sin embargo el mismo informe comenta que si un gobierno no tiene la capacidad de emitir moneda doméstica, pierde la capacidad de financiar el déficit fiscal con inflación y también el poder devaluar la moneda nacional lo que realmente no sería un costo sino una ventaja. La experiencia de América latina, explica el informe, es que los países que han gozado de flexibilidad en política económica no han podido evitar a lo largo de su historia volatilidad en las tasas de interés.

El informe explica los beneficios que trae como consecuencia la dolarización oficial en una economía. Entre las más importantes se encuentra la reducción de los costos de transacción. Estos costos se refieren al diferencial que existen entre el valor del dólar al venderse y al comprarse, es decir, los costos relacionados al intercambio de monedas. Estos costos de transacción ocurren cada vez que los agentes económicos deben efectuar pagos en moneda nacional y tienen que vender dólares, y viceversa. Sin embargo es importante resaltar que estos costos de transacción para muchos se convierten en ganancias siempre y cuando se mantengan depósitos en dólares y exista una depreciación de la moneda nacional. En este caso el diferencial del dólar de venta y de compra es beneficioso para aquel que vende dólares, pues estará cada vez pagando una menor cantidad cuando compra dólares.

También nos explica el informe que con la dolarización, el riesgo de tener deudas es mucho menor, en el sentido que no existe el riesgo de una depreciación de la moneda nacional. Al no existir este riesgo, los bancos tendrán menos reservas y sus costos de transacción internos se reducirán beneficiándose los demandantes de crédito. En este sentido la oferta de crédito aumenta, el costo del crédito disminuye lo que se vería reflejado en la tasa de interés activa. La expectativa de depreciación de la moneda nacional desaparece por lo que

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

los empresarios tendrán más confianza en el endeudamiento necesario para efectuar sus inversiones.

Otro beneficio, según el informe, es que la dolarización oficial reduciría la inflación a tasas muy cercanas a la del país emisor y a su vez reduciría la expectativa de inflación futura.

La inflación puede tener varias razones siendo una de ellas la depreciación de la moneda nacional. Si tenemos en cuenta los insumos importados en la producción de los bienes, una elevación del tipo de cambio crearía presiones inflacionarias por el lado de la estructura de costos. Un aumento de este precio nominal también crearía la expectativa de inflación lo que finalmente daría origen a una retroalimentación depreciación-inflación-depreciación. Si tenemos en cuenta que la inflación reduce la capacidad adquisitiva de la moneda nacional, la depreciación de la moneda nacional producirá el efecto sustitución entre la moneda nacional y el dólar, luego la demanda de dólares aumenta presionando al incremento del tipo de cambio repotenciando el espiral inflacionario.

En tal sentido, la dolarización oficial elimina de golpe la expectativa de depreciación y de inflación. En el primer caso, al contar la economía con una sola moneda el tipo de cambio nominal simplemente no existe. En el segundo caso, la expectativa de la inflación por el lado de la depreciación de la moneda nacional tampoco existiría, es decir, la secuencia va desde la eliminación de la expectativa de depreciación hacia la eliminación de la expectativa de inflación.

Al no existir ambas expectativas nocivas para la economía, el ahorro y los créditos a largo plazo tenderían a aumentar tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta. En el primer caso, los consumidores estarían dispuestos a endeudarse conscientes que la expectativa de depreciación y la depreciación misma ya no es un factor de disminución de su capacidad adquisitiva. En el segundo caso, los bancos estarían dispuestos a otorgar créditos de largo plazo dadas las condiciones de estabilidad monetaria que se darían al no existir las expectativas antes mencionadas. En síntesis, la estabilidad monetaria que existiría desarrollaría el mercado de crédito toda vez que el costo del crédito tendería a disminuir al no existir una política monetaria restrictiva propia como la peruana, sobretodo después de periodos de inestabilidad monetaria, que han ocasionado el encarecimiento del crédito, el influjo de dólares, la dolarización extraoficial de la economía y la existencia de las expectativas antes mencionadas que contrae a su vez el crédito, el ahorro y la inversión, pudiéndose formar un círculo vicioso, tasas de interés altas-ingreso de dólares-dolarización-expectativas de depreciación-altas tasas de interés.

Finalmente el informe Schuler explica que:

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

"...otra clase de beneficios resulta de la mayor apertura y transparenciala dolarización oficial elimina la crisis de la balanza de pagos y la racionalidad de los controles de cambio. Eliminando el poder del gobierno de crear inflación, la dolarización oficial estimula la disciplina presupuestaria.....Esto no significa que el presupuesto del gobierno va a estar balanceado cada año.....el déficit puede financiarse a través del método más o menos transparente de impuestos más altos o más endeudamiento en vez del oscuro método de imprimir dinero."²⁶

Las crisis de la balanza de pagos se presenta cada vez que los dólares escasean en la economía, luego la pregunta es ¿por qué habría escasez de dólares en una economía extraoficialmente dolarizada? Una de las razones puede ser la caída de los términos de intercambio que a su vez se puede dar por la disminución de los precios internacionales o por falta de competitividad en nuestra industria exportadora. Otra razón sería las crisis internacionales que ocasionan desconfianza en la economía mundial y los flujos de capitales disminuyen de un día a otro y el congelamiento de las líneas de crédito de los bancos internacionales a los bancos que operan en nuestra economía. Entonces, factores exógenos o endógenos crean la expectativa de crisis de balanza de pagos atacando al tipo de cambio y presionándolo a elevarse.

Si no existiera el tipo de cambio nominal, es decir, si solamente tendríamos una moneda, el dólar, no tendríamos el problema de perder capacidad adquisitiva por el efecto depreciación lo que ocasionaría una mayor confianza de las instituciones financieras internacionales en el sentido que no habría razones de fuerza para disminuir o congelar las líneas de crédito hacia nuestra economía (efecto expectativa de depreciación de la moneda nacional). Y tampoco habría pánico como sucedería en aquellos que han depositado en moneda nacional esperando el ataque especulativo lo que normalmente ocasiona la fuga de los capitales antes que sus capitales pierdan la capacidad adquisitiva con la que entraron a nuestra economía (efecto riesgo cambiario). Estos dos efectos se presentan en una economía altamente dolarizada como la nuestra. En otras palabras, la dolarización extraoficial crea inestabilidad económica financiera en cualquier economía altamente dolarizada, por el lado de la expectativa de depreciación y el riesgo cambiario, que podría ser eliminada con la adopción de una moneda estable, que en nuestro caso sería el dólar de los E.E.U.U. de N.A.

En el caso de la creación de inflación para financiar el déficit fiscal, se refiere a la emisión de dinero de una manera no proporcional al aumento de la producción. Al no existir la posibilidad de crear dinero o de emitir billetes, las cuentas fiscales tenderán a equilibrarse de acuerdo a la capacidad de producción y de recaudación de nuestra economía. Sin embargo, tal como dijera anteriormente, la existencia de un déficit fiscal no limita a una economía que no emita su propio

²⁶ Ob. Citada, página 17

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

dinero toda vez que cuenta con líneas de crédito internacionales que cubran la brecha fiscal. En nuestra economía este caso se da teniendo en consideración que la emisión para financiar déficit fiscal no está autorizada por ley constitucional.

Schuler²⁷ en su informe también nos explica cuales serían las condiciones que debe tener un país para adoptar la dolarización oficial llamándolos países candidatos a la dolarización. Plantea el informe dos tipos de consideraciones: las económicas y las políticas. En el primer caso, influye mucho la historia y la estabilidad monetaria de un país, es decir, si las políticas económicas y en especial, la monetaria, han sido eficientes y eficaces a lo largo de su historia. La eficiencia se relacionaría con la gestión del Banco Central de Reserva y se podría medir vía los costos sociales producidos por la inflación. La eficacia se mediría si se han logrado los objetivos de la estabilidad de la moneda y baja inflación, entre otros. Sin embargo los países en desarrollo se han caracterizado por atravesar procesos inflacionarios como producto de políticas monetarias expansivas desmedidas lo que ha ocasionado grandes costos sociales y en adición ineficacia en vista que la moneda nacional se ha depreciado en demasía y ha perdido credibilidad.

Agrega el informe que estas anomalías se traducen en altas tasa de interés y en crecimiento muy reducido de la producción. Con respecto a las altas tasas de interés, las economías con grandes inflaciones se caracterizan por este fenómeno que no hace otra cosa que deprimir las inversiones por ser muy alto el costo del crédito, y por existir mucho riesgo de retorno de la inversión.

Al estar deprimidas las inversiones ya sean por el alto costo o por falta de estabilidad en la economía, el crecimiento de la producción se ve afectado. Por otra parte, las empresas no venden sus bienes por la caída de la demanda de sus productos al verse erosionados los ingresos reales de los consumidores.

En realidad, un proceso inflacionario ocasiona recesión a través de la elevación de los precios y la caída del ingreso real de la población, y la disminución de las inversiones.

Otro punto importante, nos explica el informe Schuler, es que cuando un país está extraoficialmente dolarizado en una gran proporción, la pérdida de señoraje es reducida debido a que la moneda extranjera tiene un gran porcentaje en comparación a la moneda nacional, y este costo se reduce aún más si el señoraje es compartido con el país emisor.

²⁷ Ob. Cit.

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

En cuanto a las consideraciones políticas, el informe Schuler establece que un gran problema podría ser el concepto de la soberanía nacional y en que medida no contar con la moneda nacional afecta a la identidad nacional.

También nos explica el informe mencionado que la dolarización oficial promovería la globalización de la economía y la integración regional, que es muy diferente a los conceptos antiguos de soberanía nacional en el tema económico que involucraba una política económica muy cerrada dentro de las fronteras de los países.

Aquí se hace interesante analizar cuán soberano son las economías de los países desarrollados y también sobre la importancia de la soberanía del consumidor que podríamos sostener que es uno de los conceptos más importantes de la teoría del libre mercado.

Muy por el contrario, la política monetaria tiende a homogenizarse y dar lugar a la integración económica regional lo que obviamente aumentaría si los países de la región adoptan una moneda común como es el caso europeo.

En relación a las precondiciones, el informe Schuler nos explica que existirían precondiciones para que una economía adopte la dolarización oficialmente las cuales serían contar con una gran cantidad de reservas internacionales, un sistema bancario estable y solvente, y salarios flexibles. Sin embargo el mismo informe establece que si un país tiene estas condiciones, es porque su economía pueda que no necesita la dolarización oficial, lo cual se convierte en una situación muy ideal. Lo que debe quedar claro es que la dolarización es una medida para los países que tienen una serie de condiciones y de que con esta medida se logra de manera segura el crecimiento económico. La dolarización oficial creará las condiciones económicas financieras para lograr tal fin desapareciendo de una vez por todas el financiamiento inflacionario del déficit fiscal y logrando una mayor integración financiera con el sistema financiero internacional y eliminando el riesgo cambiario y la expectativa de depreciación que influye en las tasas de interés domésticas, y por último, la dolarización oficial elimina el riesgo de endeudamiento en dólares de las empresas y la expectativa de aumento de la carga de deuda de éstos.

En cuanto a la tasa de cambio que debe fijarse para la dolarización, ésta deberá ser fijada en base a las fuerzas de la demanda y oferta del mercado, en vista que si se fija una tasa de cambio muy baja, el sector exportador se verá afectado teniendo en consideración que la oferta de dinero, en este caso los dólares, depende de las exportaciones al no existir la política monetaria. Si la tasa de cambio es muy alta se verán afectados los consumidores de bienes importados, las inversiones de bienes de capital, y las empresas que poseen deudas en dólares. En tal sentido, el tipo de cambio nominal, debe fijarse en el mercado cambiario.

El informe plantea que en cuanto a la velocidad del proceso de la dolarización oficial, podría ser de días o semanas ya que si se dilata demasiado podría ser contraproducente en vista que crearía dudas sobre la firmeza de la medida.

En cuanto a la actitud del país emisor sobre la dolarización oficial, el Tesoro de los Estados Unidos y el Sistema de Reserva Federal han manifestado que no van a influir para evitar problemas de liquidez en los bancos ni van a adoptar funciones de supervisión pero que si estarían llanos a aceptar compartir el señoraje y utilizar estos ingresos como líneas de crédito disponibles para las economías que están dolarizadas oficialmente cada vez que sus bancos tenga problemas de liquidez.

Con relación a los pasos que hay que seguir, el informe Schuler plantea ocho:

“1) Determinar la parte del banco central que debe ser dolarizada, 2) Evaluar la posición financiera del banco central de reserva y del gobierno, 3) Dejar flotar el tipo de cambio por un periodo breve, 4) Declarar una tasa de cambio fija y hacerla legal, 5) Anunciar que todos los activos y pasivos en moneda doméstica, tales como depósitos bancarios, préstamos bancarios, sean activos y pasivos en dólares al tipo de cambio fijado anteriormente, 6) Congelar el total de los pasivos del banco central y dolarizar los pasivos determinados en el paso 1, 7) Decidir lo que hay que hacer con respecto a las monedas y 8) reorganizar los componentes del banco central como sea necesario”.

En adición, las consecuencias que pueden ocasionar la dolarización, según el informe Schuler son las siguientes:

1) una inflación inercial, 2) dependencia de los ciclos económicos de los Estados Unidos, 3) Asuntos legales relacionados a los contratos en las diferentes monedas, 4) Bancos con problemas de cartera pesada”.

La inflación inercial fue un caso que se presentó en el sistema dolarizado del Ecuador. Los agentes económicos siguen subiendo los precios dado que los precios relativos estaría desalineados hasta que estos se acomoden al precio histórico. Esto es lo que sucedió en Ecuador pero en nuestro caso, si nuestra economía esta estabilizada, no habría inflación inercial. La dependencia de los ciclos económicos de los Estados Unidos nos afectaría porque si este país consume menos, nos importarán menos productos y como consecuencia la liquidez en nuestra economía disminuiría pudiendo ocasionar aumentos en las tasas de interés y afectar a las inversión. En tal sentido, un ciclo económico negativo en los Estados Unidos se traslada a nuestra economía. Igual sería si en dicho país habría inflación, aunque sería poco.

El tercer punto, los asuntos legales, se produciría si se presentó una gran depreciación de la moneda local, como fue el caso del Ecuador. Pongamos un hipotético caso peruano. Si una persona debe \$100 y el tipo de cambio es S/.1 por dólar, y cuenta con S/.100 entonces con ese dinero esta persona compra \$100. Si el tipo de cambio aumenta a S/.2 por dólar, entonces, con

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

S/.200 paga su deuda. Esto implica una pérdida de S/.100 del prestatario. Por otro lado, si una persona debe S/.100 y el tipo de cambio pasa de S/.1 a S/.2 por dólar, entonces si esta persona tiene dólares, solo cambiará \$50 teniendo una ganancia de \$50, y el prestamista pierde \$50.

Si la economía se dolariza con un reajuste del tipo de cambio entonces dependerá si la deuda era en moneda nacional o moneda extranjera. En el primer caso, la deuda se mantiene en \$100 por lo que el deudor se verá afectado ya que debe entregar más moneda nacional. En el segundo caso, la deuda era de S/100 y con un tipo de cambio de S/.1 por dólar, ésta sería de \$100, pero al aumentar el tipo de cambio para dar inicio a la dolarización oficial de la economía entonces el prestamista puede exigir que la deuda se mantenga en dólares en base al tipo de cambio antes de la dolarización (S/.1 por dólar) y el prestatario puede exigir que la deuda se convierta en dólares con el último tipo de cambio. (S/.2 por dólar). Si se usa el primer tipo de cambio, entonces la deuda será \$100 y el deudor tendrá que entregar S/.200; con el último tipo de cambio, la deuda será de \$50 y el deudor entregará la misma suma, es decir, S/.100. La pregunta será: ¿Quién debe ganar o perder? ¿El prestamista o el prestatario? Igual sucedería con el valor de las casas valoradas en moneda nacional. Mientras no se dolarice la economía, entonces los propietarios la valoran en dólares y el valor en moneda nacional se ajusta al tipo de cambio, considerando el precio de mercado. Pero si se dolariza la economía y el tipo de cambio aumenta como en el ejemplo anterior, y consideramos el valor contable de la casas en moneda nacional entonces automáticamente, todos los valores en dólares pasaría a ser la mitad, viéndose afectados los propietarios.

Respecto al último punto, se podría también efectuar un análisis parecido al anterior en vista que la deuda en moneda nacional valorada en moneda extranjera puede reducirse drásticamente.

Capítulo 3

Análisis de la dolarización extraoficial y oficial

Liliana Rojas Suárez²⁸, Economista Jefe para América Latina del Deutsche Bank afirma que existe una convergencia entre regiones y entre monedas, de acuerdo con el nuevo orden mundial. Sin embargo sostiene la economista que la dolarización no tiene relación con la estabilidad económica. En el caso de Europa, el adoptar una sola moneda se relaciona más con asuntos de eficiencia que con temas de estabilidad económica. En este caso, la eficiencia es de suma importancia y necesaria a la vez en vista de la existencia de los altos costos de transacción por tener muchas monedas en una región que se caracteriza por contar con un gran volumen de transacciones comerciales.

Según la economista citada, este es un asunto de largo plazo. En adición, desde su perspectiva, desarrolla varios puntos interesantes. El primero es que la dolarización oficial de una economía elimina el riesgo cambiario y por tanto las tasas de interés disminuyen lo que impacta de manera positiva en el crecimiento de la producción vía las inversiones. Sin embargo da énfasis de que los inversionistas extranjeros les preocupa más el riesgo de no pago que el riesgo cambiario. Manifestó que en América Latina solamente dos países tiene el “investment grade”: Colombia y Chile. Estos países no están tan dolarizados y nunca han reestructurado su deuda y no tienen bonos Brady, es decir, no se caracterizaron por tener el riesgo de no pago. Estos países se benefician con aquel grado de confianza depositado por los inversionistas extranjeros lo que conlleva a mayores y mejores inversiones.

Considera que el riesgo país es mucho más importante que el riesgo cambiario.

Explica que la dolarización no puede influir en problemas económicos que ocasionan los choques externos. Compara las variaciones en los términos de intercambio entre tres países: Perú, México y Argentina. El Perú es el país que más ha sido afectado por los choques externos en cuanto a la caída de los términos de intercambio por problemas estructurales del sistema productivo. El choque real crea un desequilibrio que es ajustado por los precios relativos entre los bienes comerciales y no comerciales independientemente de la moneda que se está usando en la economía, es decir, moneda doméstica o con una economía con dolarización oficial.

²⁸ Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades. Instituto Peruano de Economía. Centro de Investigación de la Universidad Del Pacífico, Marzo 2000. Página 97

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Agrega que si no se cuenta con una política económica, el ajuste sería por cantidades en lugar de precios relativos lo que conlleva a una recesión. En el caso del Perú el impacto es mayor en comparación con otros países en vista que es muy sensible y una de las más sensibles de la región en relación a los términos de intercambio.

El riesgo de no pago se ve reflejado en la inflación, lo que significa que una economía con una baja inflación reduce el riesgo de no pago. Aquí nuevamente observamos que el sistema cambiario no influye de una manera directa en la inflación. Se puede tener un sistema económico dolarizado de una manera extraoficial y tener una baja inflación. Sin embargo no se reduciría la expectativa de depreciación o el riesgo cambiario.

Otra forma de plantear que la dolarización no es suficiente para disminuir el riesgo de no pago es en relación al crecimiento de la producción. Si una economía crece a tasas muy bajas o simplemente no crece, la probabilidad de no pago de la deuda externa aumenta y no por razones políticas sino porque no existiría la capacidad de pago. Si a esta situación se agrega una crisis internacional que ocasione una disminución del influjo de dólares al sistema financiero, conseguir los dólares para el pago de la deuda se hace más difícil.

Rojas²⁹ plantea que deben existir condiciones para la dolarización de la economía. Da énfasis a la estabilidad del sistema bancario y financiero en general. Pone como ejemplo que si México se hubiera dolarizado en plena crisis económica de 1994 hubiera generado una mayor crisis en vista que los dólares hubiesen sido escasos cuando más se les necesita.

Otro enfoque interesante de Rojas es que una economía que cuente con una gran cantidad de reservas internacionales netas dará una magnífica señal, a la comunidad financiera internacional, que posee una buena capacidad de pago, es decir, un bajo nivel de riesgo de no pago.

Tener reservas es importante en países como el nuestro que no son muy industrializados y se caracterizan por tener mucha volatilidad. Este concepto se relaciona más aún con economías que tengan tipos de cambios flexibles. Sin embargo el tipo de cambio no puede ser el único factor estabilizador de las cuentas externas en vista que una estabilización por precios relativos, como ya se sabe, es costoso en demasía. La volatilidad se neutraliza con liquidez y por tanto con una buena cantidad de reservas.

²⁹ Ob. Cit

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Rojas, en el libro de “Después del Consenso de Washigton”³⁰ analiza los diferentes sistemas de tipo de cambio que se han utilizado en América Latina. La autora nos dice que en América Latina la mayoría de cambios en los regímenes cambiarios se han dado después de inestabilidad y crisis en el tipo de cambio. Rojas se plantea dos preguntas interesantes relacionadas a la motivación de cambiar el régimen cambiario y de cómo se escogió el nuevo régimen. Explica la autora que son dos factores los que influyeron: el primero se relaciona con el flujo de capitales y como influyó en la política monetaria; el segundo factor se relaciona en la efectividad de lograr los objetivos dada las políticas, dando énfasis que, en América Latina, a finales de la década de los años ochenta los bancos centrales no fueron efectivos para controlar la inflación, y a finales de la década de los años noventa, los gobiernos no pudieron evitar los ataques especulativos contra su moneda.

Rojas explica que en América Latina surgieron dos posiciones opuestas referente al sistema de tipo de cambio. El primero se caracteriza en controlar la inflación dejando que el tipo de cambio flote, y la segunda posición es de quienes pensaban que para eliminar la inflación y los ataques especulativos es mejor adoptar la moneda del dólar U.S.A. como moneda oficial. La autora afirma que al momento de escribirse el libro (2003) el Brasil y Méjico eran países con una política económica que se identificaba con la primera posición, y el Ecuador y El Salvador, con la segunda posición.

Rojas plantea algo muy importante:

“El tema central no es si hay un régimen cambiario/monetario óptimo para todos los países latinoamericanos en todo momento porque no lo hay. En su lugar, el punto relevante debe ser identificar el régimen más apropiado para un determinado momento, dadas las restricciones que enfrenta el país. Por tanto, la clave es identificar las restricciones en la sostenibilidad del régimen cambiario. Implementar políticas para eliminar estas restricciones aumentaría el conjunto de regímenes factibles de un país y evitaría el abandono forzoso y repentino del régimen elegido”³¹

Rojas plantea que las restricciones externas influyen en las políticas monetarias locales. Este es el caso en que el riesgo de incumplimiento de compromisos de pago de deudas, influye en la conducción de la política monetaria. La autora plantea un argumento que consiste en que el riesgo país o el riesgo de incumplimiento sí influye en la economía, planteando que existen posiciones que se caracterizan por argumentar que el riesgo país no es tan importante. Rojas nos explica que la diferencia entre los defensores del tipo de cambio fijo y el tipo de cambio

³⁰ “Después del Consenso de Washington: Relanzando el crecimiento y las reformas en América Latina”, Editores: Pedro Pablo Kuczynski, John Williamson; capítulo 6, “Política Monetaria y Tipos de Cambio: Principios Normativos para un régimen Sostenible”, Institute for International Economics, Traducido por la Universidad Peruana de Cienci Aplicadas, Lima, Diciembre 2003

³¹ Ob. Cit. página 165

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

flexible consiste en la importancia que le dan al riesgo país o al riesgo de incumplimiento y su influencia en el riesgo del tipo de cambio, y a su vez, estos dos riesgos como influye en la formación de las tasas de interés.

Al Respecto Rojas plantea lo siguiente:

“Los defensores de los casos extremos de fijación del tipo de cambio, los dolarizadores sostienen que los riesgos de incumplimiento y de tipo de cambio están altamente relacionados. Desde su perspectiva, un incremento en el riesgo por la depreciación del tipo de cambio lleva a un mayor riesgo de incumplimiento. Es decir, el riesgo de tipo de cambio es la variable clave que mantiene altas tasas de interés internas.....Debido a la larga historia de inestabilidad de tipo de cambio en la región (especialmente devaluaciones agudas), los inversionistas locales están dispuestos a prestar a largo plazo únicamente si los contratos están suscritos en dólares. Debido a que muchos proyectos de largo plazo están dirigidos al mercado local, donde las transacciones se llevan a cabo en la moneda local, se produce una disparidad monetaria estructural. La existencia de esta disparidad puede causar bancarrotas corporativas si el tipo de cambio se deprecia significativamente. Los inversionistas, al considerar este efecto, aumentan su percepción de riesgo de incumplimiento.”

Rojas acepta que existe una relación entre el riesgo país y el riesgo del tipo de cambio, pero no está de acuerdo en la dirección de la causalidad. Los dolarizadores establecen que la causalidad va del riesgo del tipo de cambio al riesgo país, mientras que Rojas plantea que la causalidad va en sentido opuesto, es decir, del riesgo país al riesgo del tipo de cambio. En otras palabras, el riesgo del incumplimiento de los compromisos de pago de deudas, o la falta de credibilidad de cumplimiento del pago de los créditos influye en el riesgo del tipo de cambio y éste a su vez en las tasas de interés locales.

El problema de los que plantean que el riesgo del tipo de cambio influye en el riesgo país, según Rojas, es que no consideran la fuente de los problemas, la misma que se encuentra en las mismas economías de los países. Grandes deudas ocasionadas por las políticas fiscales ineficientes han creado un riesgo de no pago por parte de los gobiernos. Este riesgo influyó en la capacidad de obtenerse nuevos préstamos y refinanciar sus deudas lo que influyó en la estabilidad del tipo de cambio y por tanto en la percepción del riesgo del tipo de cambio, al disminuir el ingreso de dólares a las economías.

Rojas plantea que la dolarización no asegura que el riesgo de incumplimiento disminuya o desaparezca debido a que este riesgo dependerá de la eficiencia de la política económica. La autora explica que en el caso de la crisis de Méjico en 1994 y de Corea del Sur, 1997, la elevación del tipo de cambio influyó de manera positiva en las economías pero no fue suficiente. Si bien es cierto que la depreciación ocasionó que aumenten las exportaciones, fueron los organismos multilaterales, con sus préstamos de rescate, los que evitaron que el riesgo de incumplimiento de pago no se incremente.

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Rojas explica que un choque de los términos de intercambio puede ser menguado dependiendo del sistema de tipo de cambio. Si el sistema es de un tipo de cambio flexible, entonces una depreciación real, ayudará a compensar la caída de los términos de intercambio. El tipo de cambio real puede aumentar en base a un incremento del tipo de cambio nominal, que sería en el caso de un sistema de un tipo de cambio flexible, o en la reducción de la actividad económica, que sería el caso de un sistema de tipo de cambio fijo, cuasi fijo o dolarizado. Según la autora la teoría económica no da una sola respuesta respecto en que sistema los costos sociales se hacen más fuertes cuando se presenta un choque de los términos de intercambio.

Sin embargo, al respecto, la autora plantea que el costo social más resaltante que se produce, independientemente del sistema de tipo de cambio que se tenga, es que aumente la percepción de riesgo de incumplimiento de pago de los compromisos de deuda en los mercados internacionales.

Rojas plantea que mientras es más abierta una economía, que cuente con un tipo de cambio flexible, menor deberá ser la elevación del tipo de cambio real para compensar el choque externo en los términos de intercambio. En cambio, si el sistema es de tipo de cambio fijo, el choque externo en los términos de intercambio afectará la producción interna con la consecuente disminución de la actividad económica, desempleo y caída los salarios reales. Esta situación si se hace permanente afecta la percepción internacional del riesgo de incumplimiento.

Con un sistema de tipo de cambio fijo, sostiene Rojas, la economía será menos afectada, ante un choque externo de los términos de intercambio, si es menos dependiente de un conjunto de bienes de exportación tipo materias primas, lo que corrobora el argumento que una economía se verá menos afectada cuando sea más diversificada y más abierta al comercio internacional.

Otro problema en países de América Latina es el que Rojas denomina “problemas de stock”. La autora plantea que cuando una economía tiene una gran deuda interna y un sistema bancario débil, tendrá restricciones en elegir un sistema cambiario. Sea el sistema de tipo de cambio fijo o tipo de cambio controlado, los especuladores actuarán cuando se presenten presiones en el tipo de cambio hacia el alza. El gobierno elevará las tasas de interés para defender el tipo de cambio y la apuesta de los especuladores es que el tipo de cambio pase de uno controlado o fijo a una variable. La elevación de las tasas de interés crea un costo social toda vez que afecta a la actividad económica y eleva las deudas en la moneda local. Sin embargo Rojas se pregunta si un sistema dolarizado podría enfrentar mejor el “problema de stock” que un sistema de tipo de cambio flexible o controlado. La respuesta es que un sistema

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

dolarizado, si bien es cierto, el tipo de cambio no es un problema como sería en un sistema de tipo de cambio fijo o variable, un problema de stock o un choque de términos de intercambio afecta a la actividad económica y se incrementaría la percepción de incumplimiento agudizándose ésta toda vez que un sistema dolarizado no tendría herramientas para corregir el desequilibrio en el flujo de capitales.

Rojas explica que existe el planteamiento de analistas que el descalce entre la moneda nacional y la moneda de los préstamos, es decir, entre los ingresos en moneda nacional de los agentes económicos y las deudas de éstos en dólares, hace que sea demasiado riesgoso una fuerte depreciación de la moneda nacional. Si bien es cierto que Rojas acepta este argumento, sin embargo plantea que no es claro que el evitar el alza del tipo de cambio mejore las condiciones de pago de los agentes económicos.

Si una economía enfrenta un choque externo y escoge el camino de la deflación y recesión, Rojas explica que la disminución de la producción incrementaría la percepción de incumplimiento de los pagos de la deuda contraída. El caso de la Argentina es comentado por la autora que se caracterizó por tres años seguidos de recesión y falta de capacidad para afrontar los pagos de la deuda y de generar nuevos recursos para pagar éstos. Luego la Argentina en enero del 2002 abandonó el sistema de la convertibilidad.

Rojas plantea que los analistas no se han concentrado en la dolarización de los pasivos y en su principal problema. La autora explica que cuando el gobierno decide un tipo de cambio fijo es como darle un seguro a los bancos a que se puedan endeudar en dólares.

Los bancos no asumirían el riesgo de prestar en dólares al sector no transable. El problema surge cuando la economía se caracteriza por políticas inconsistentes, como contar con una gran deuda.. Si el gobierno devalúa, aparece el riesgo del tipo de cambio y por tanto el riesgo crediticio en el sector no transable.

Rojas explica en adición, al respecto que el sistema bancario asumiría la responsabilidad al gobierno de la devaluación y de no haber cumplido sus promesas exigiendo el uso de recursos para resolver sus problemas financieros. Así la autora plantea que:

“..la combinación de un tipo de cambio fijo e inconsistencias de política en economías que enfrentan el problema de la dolarización de pasivos implica la acumulación de contingencias fiscales que se materializarían si el gobierno se forzara a abandonar la paridad prometida”³²

Agrega la autora que éste fue el caso de la Argentina. En adición, Rojas explica que en las economías semi dolarizadas que utilizan la moneda local y el dólar, se hace necesario que los

³² Ob.Cit. página 174

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

bancos que aprecien de manera eficiente el riesgo cuando efectúan préstamos al sector no transable. En cuanto a la conveniencia de la dolarización, Rojas plantea:

“La dolarización ex post puede ayudar a evitar una corrida bancaria pero no puede resolver el problema fundamental del endeudamiento excesivo porque no puede generar los recursos adicionales necesarios para restaurar la credibilidad crediticia”.³³

Respecto a un sistema de tipo de cambio flexible puro, Rojas explica que dada la volatilidad del flujo de capitales, este sistema no sería eficaz para lograr la estabilidad económica ni financiera. Una depreciación fuerte no podría generar recursos tan rápido como para cumplir con los servicios de deuda en dólares, dada la elevación del tipo de cambio y del valor de la deuda de dólares valorizadas en moneda nacional. Se haría así necesario contar con una buena cantidad de reservas en dólares para poder equilibrar la disminución de dólares en el sistema económico, aún si se contase con un sistema de tipo de cambio flexible puro. En otras palabras, el aumento del tipo de cambio no podría equilibrar a la economía en vista que el problema se originaría en el pago de las deudas en dólares, sobretodo del sector no transable que no genera dólares.

Rojas plantea que el sistema de tipo de cambio controlado es el más eficiente dada las características de las economías de los países de América Latina. Sin embargo este sistema requiere cierto nivel de discreción en la política monetaria, es decir, de intervención en la economía por parte del gobierno o de las instituciones responsables del manejo macroeconómico, es decir, una elección óptima entre reglas y discreción. Una regla importante es que los bancos centrales no pueden estar constantemente influyendo en el tipo de cambio, y la discrecionalidad se refiere a la intervención de los bancos centrales en el mercado de divisas o en la tasa de interés, de tal manera de contar con reservas internacionales.

Agrega Rojas respecto a un sistema de tipo de cambio controlado y objetivos de inflación:

“esta mayor flexibilidad en los tipos de cambio y los objetivos de inflación han sido elegidos para enviar un mensaje creíble acerca del compromiso de los bancos centrales para mantener la inflación baja y evitar a la vez ataques especulativos al tipo de cambio. Y es que la opción de objetivos de inflación tiene la ventaja de tratar tanto el problema de la independencia del banco central como el problema de la transferencia”³⁴

En tal sentido, la autora plantea que el sistema más eficiente, son las reglas claras, políticas monetarias transparentes y cierta discrecionalidad del banco central, aunque limitada, teniendo claro que los bancos centrales no pueden influir de manera determinante en el tipo de cambio pero si controlarlo, así como influir en las tasas de interés con el objetivo inflación como un norte.

³³ Ob, Cit. página 175

³⁴ Ob. Cit. página 185

Hnyilicza ³⁵ en la introducción de su libro explica, que en la década de los años noventa el Banco Central de Reserva del Perú asumió la función adicional a la que le corresponde por mandato constitucional, la estabilidad de la moneda o el control de la inflación en la economía. La función adicional consistió en evita que el tipo de cambio real disminuya de tal manera que afecte la competitividad de las exportaciones. Manifiesta el autor que al ente emisor se le criticó porque la inflación se redujo de una manera muy lenta. Sin embargo, según Hnyilicza, se sacrificó una rápida disminución de la inflación a cambio de evitar que el tipo de cambio real se desplome y afecte el comercio internacional.

Hnyilicza explica que en la década los noventa existieron una serie de objetivos económicos encontrados:

“En el periodo 1990-1991, el trade off crítico fue el conformado entre el objetivo de reducir la inflación a la mayor velocidad posible y el objetivo de evitar una recesión excesiva del aparato productivo. En el periodo 1992-1997, el trade off dominante estuvo definido entre la velocidad de descenso de la inflación y el nivel de apreciación del tipo de cambio real frente a la entrada de capitales. En el periodo 1998-2000, el trade off principal fue el definido entre el riesgo de un círculo vicioso depreciación-inflación- y el riesgo de un círculo vicioso recesión-deflación”³⁶.

Sin embargo el autor considera que el trade off crítico y dominante de la década de los años noventa fue entre el tipo de cambio real y la inflación, pues, dos objetivos contrapuestos, siendo imposible poder lograr uno sin afectar el otro (esta es la esencia del término trade off, el mismo que no tiene una traducción directa del inglés).

Hnyilicza cita al Profesor Fischer. “La política económica puede lograr muchas cosas, pero no puede lograr lo imposible. La economía es la ciencia de los trade off”

El autor explica que la administración de estos dos objetivos, la inflación y la apreciación real de la moneda nacional fue la adecuada y sirvió de mucho sobretodo para enfrentar la crisis y los choques externos en 1998. Al respecto:

“...si el BCRP hubiese conducido la política monetaria en el periodo 1992-1997 con la obsesión de acabar con la inflación al más breve plazo y con total indiferencia a la evolución del tipo de cambio real, la vulnerabilidad de la economía a los shocks adversos de 1998 hubiese sido significativamente mayor y los estragos producidos por estas turbulencias habrían sido más severos.”³⁷

³⁵ “De la Megainflación a la Estabilidad Monetaria, Política Monetaria y Cambiraria Perú, 1990-2000”, Banco Central de Reserva del Perú, Diciembre 2001

³⁶ Ob. Cit. Página xxviii de la Introducción.

³⁷ Ob. Cit. Página 17

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

En el capítulo 5.3 de su libro, Hnyilicza la dolarización y el control monetario. El análisis se inicia explicando el concepto de la preferencia por la liquidez de Keynes. Afirma el autor que:

“el hecho que las actuales teorías de demanda de dinero no se aproximen siquiera a un tratamiento adecuado del atributo *liquidez* es una medida de las limitaciones del estado del conocimiento en esta rama de la ciencia económica”.³⁸

En tal sentido, de acuerdo a la cita anterior, el autor plantea que si existen limitaciones para la teoría de la demanda para una economía de una sola moneda, es de suponer que las limitaciones se acrecientan si se trata de una economía de dos monedas, como es la economía peruana.

El autor se hace la pregunta: ¿Dolarizar o Remonetizar?.

Inicia el análisis planteando que durante la década de los años noventa, la dolarización financiera de la economía aumentó.

Al respecto, el autor afirma que:

“Los efectos de histéresis y las irreversibilidades producto de ajustes asimétricos han sido invocados para explicar porqué países que han dolarizado en épocas inflacionarias no reestablecen la preferencia por la moneda nacional una vez recuperada la estabilidad del nivel de precios.”³⁹

Al respecto, el autor de la cita anterior explica que la dolarización se ha basado en una expectativa racional que consistió en que los agentes económicos han esperado una depreciación esperada del nuevo sol respecto al dólar U.S.A., a mediano plazo, para que el equilibrio externo se reestablezca. Las expectativas de depreciación tiene un papel muy importante en la economía sobretodo para la elección del portafolio de activos por parte de los agentes económicos, empresas y familias, y también influye en la preferencia en activos extranjeros frente a activos nacionales, siendo en el caso de la economía peruana, activos en dólares. Esta expectativa, agrega Hnyilicza, se sobreponen a cualquier predicción en el mercado cambiario en el corto plazo

El autor considera que remonetizar o dolarizar son medidas opuestas y extremas. En tal sentido Hnyilicza considera no oportuno considerar la posibilidad de adoptar cualquiera de estos dos extremos. Sin embargo, plantea que el consumidor es libre de escoger la moneda que más le parezca, dada su conveniencia en su economía familiar, al igual que las empresas, dados los riesgos de depreciación permanentes que han caracterizado a nuestra economía. Se puede observar así que el autor plantea un libre mercado cambiario donde la moneda que se escoja para transacciones o depósitos es aquella que los agentes económicos prefieran, sin necesidad de obligar a usar una sola moneda.

³⁸ Ob. Cit. página 521

³⁹ Ob. Cit. página 522

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Hnyilicza sostiene que la dolarización de la economía es un sistema de tipo de cambio superfino y que es más drástico que una Junta de Convertibilidad al estilo de la Argentina en 1991. Al respecto, plantea el autor que una dolarización total de una economía produciría cambios muy profundos en la estructura financiera de una economía y que solamente se justificaría estos cambios en economías que se caractericen por una gran crisis interna.

El autor considera la dolarización total de una economía como un último recurso. Explica también que el Ecuador adoptó la dolarización total después de una serie de crisis económicas. Igual sucedió con la Argentina que decide el régimen de convertibilidad después de programas de estabilización fracasados entre 1989 y 1991.

Hnyilicza cita al Profesor Dornbusch, donde en una conferencia en octubre de 1990, ante las autoridades económicas peruanas la propuesta de la dolarización total. Al respecto el Hnyilicza comenta lo siguiente⁴⁰:

“Una de las principales ventajas argumentadas fue el hacer desaparecer la macroeconomía y evitar que los agentes económicos se distrajeran de las decisiones reales con la necesidad permanente de adivinar y pronosticar las fluctuaciones del tipo de cambio. Naturalmente, la propuesta fue desechada por cuanto las condiciones de la economía peruana en la época no satisfacían ni remotamente ninguna de las condiciones requeridas para tal cambio de régimen, con excepción de la percepción generalizada de caso y crisis”

El autor explica que un sistema de tipo de cambio fijo no tendría un amortiguador ante crisis económicas externas que ocasionaran una escasez relativa de divisas. El tipo de cambio funcionaría como un amortiguador ante estos choques externos elevándose y equilibrando el mercado cambiario. Los siguientes serían, según el autor, los efectos que se tendrían en un sistema de tipo de cambio fijo:

“a) reducción drástica del sesgo inflacionario producto de la volatilidad cambiaria y de las expectativas de depreciación, con el consiguiente incremento en la estabilidad del nivel de precios; b) reducción de la dificultad de control monetario toda vez que la oferta monetaria se ajustaría endógenamente a la demanda; c) reducción de las tasas de interés nominales y reales al eliminarse las expectativas de depreciación.”⁴¹

Hnyilicza nos dice que estos efectos son muy positivos, sin embargo, si el sistema de tipo de cambio flexible ha venido funcionando de manera eficiente, no tendría sentido efectuar un cambio radical del sistema.

En cuanto a remonetizar la economía, el autor explica que este objetivo es aceptado, sin embargo se hace necesario evaluar el costo que significaría llevar a cabo dicho proceso.

La remonetización tiene sus orígenes en las experiencias históricas tal como las sucedidas en Europa a inicios del siglo pasado, donde la demanda de dinero era casi inexistente dada la hiperinflación. Es decir, la hiperinflación ocasionó la desmonetización. Siguiendo esta lógica, la

⁴⁰ Ob. Cit. página 525

⁴¹ Ob. Cit. página 526

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

estabilización debería ir seguida de una remonetización de la economía. Sin embargo, Hnyilicza sostiene que esta lógica está basada en economías uni monetarias. En una economía con dos monedas, como la peruana, la relación entre la remonetización y la disminución de la inflación, así como la remonetización y la estabilidad económica, simplemente no se cumple, en vista que en una economía de una sola moneda, el sustituto del dinero son los bienes, lo que sucede en una economía con dos monedas, pues, se presenta el arbitraje entre la moneda extranjera y la moneda nacional, dejando de lado el mercado de bienes. La evidencia empírica es que la inflación ha disminuido en el Perú sin una remonetización, y muy por el contrario, la dolarización se ha mantenido.

Hnyilicza considera la remonetización como un objetivo deseable pero poco práctico dada las características de nuestra economía, muy diferente a economías de otros países, en especial de países desarrollados.

En cuanto a las expectativas, el autor plantea que mientras existan expectativas de depreciación, al dolarización se mantendrá y que la única manera que la dolarización disminuya o que la economía se remonetice, tendrían que existir expectativas de apreciación por un largo periodo. En adición, el autor plantea que en la década de los años noventa, las expectativas racionales fueron de una depreciación para que se equilibre la economía, por lo que la economía siguió con el fenómeno de la dolarización, es decir, los agentes esperaban que el tipo de cambio aumente para que se logre el equilibrio en la economía, lo cual es o contrario a la remonetización de la economía.

La dolarización, plantea el autor, es una respuesta a una economía inestable, con inflación, y la causa es la decisión de los agentes económicos de buscar seguridad a su riqueza financiera escogiendo la moneda extranjera como un activo más seguro.

Hnyilicza explica el concepto de la sustitución monetaria y la sustitución de activos⁴². Sostiene el autor que la sustitución monetaria se presenta cuando se utiliza la moneda extranjera como un medio de pago. En cuanto a la sustitución de activos, se caracterizase presenta cuando la moneda extranjera se utiliza como un depósito de valor.

El caso de la sustitución monetaria se da cuando los agentes económicos deciden utilizar la moneda extranjera dado la pérdida de valor de la moneda nacional. El meollo de este caso es el evita la pérdida de la capacidad adquisitiva de la riqueza financiera dada la elevación de los precios de la economía. En cambio, el caso de la sustitución de activos depende del diferencial de rentabilidad que se tendría en activos de ambas monedas, la nacional y la extranjera. También influyen en la decisión de los agentes económicos el riesgo en cada una de las monedas.

⁴² Ob. Cit. página 528

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Según el autor, como experiencia histórica se tiene el caso de los países menos desarrollados donde los agentes económicos prefieren poseer activos en moneda extranjera como un seguro ante riesgos macroeconómicos.

Dada la experiencia, el autor resalta que cuando representa la sustitución monetaria, necesariamente se presenta también la sustitución de activos, dado que las transacciones son en moneda extranjera, se espera que se prefieran los activos en monedas extranjera. Diferente sucede cuando existe la sustitución de activos, pues, no necesariamente se presentará la sustitución monetaria.

Hnyilicza distingue tres tipos de activos financieros en dólares. El primero son los depósitos en moneda extranjera, al que denomina con la sigla DME. Influyen en este tipo de activo las altas tasas de inflación, tasas de interés reales negativas y las elevaciones del tipo de cambio ocasionan una rentabilidad en moneda nacional, aun permaneciendo en dólares. Sin embargo, una vez definidas las posibles causas de la dolarización de activos de este tipo, se ha podido observar, sobretodo en el caso de la economía peruana, que una vez disminuida la tasa de inflación a valores internacionales, la dolarización se ha mantenido en altos porcentajes. Este fenómeno es definido como la "histéresis" o también "la irreversibilidad en el proceso de la dolarización".

La segunda forma de mantener activos en dólares son los depósitos en el extranjero, denominado con la sigla DE. El autor explica que este tipo de activo, DE, disminuyó en la década de los años noventa, a nivel América Latina, mientras aumentaban los DME.

Este fenómeno empírico significa un cambio en el portafolio de los agentes económicos de DE hacia los DME. Aumentando así la confianza en el sistema monetario de la economía nacional, mas no en la moneda nacional. El autor explica que se habría producido una reintermediación que ocasionó que los bancos comerciales hayan sido incentivados a brindar préstamos en dólares.

Una tercera forma de contar con activos en dólares son los dólares corrientes en circulación, definida con la sigla DCC. Si bien es cierto no se tienen estadísticas del valor de estos DCC, se sabe que en muchos países de América Latina, el flujo de dólares ha sido considerable. El autor señala a países como la Argentina, Bolivia y Uruguay, en que estos flujos ascendieron y sobrepasaron en muchos casos, al 12% del PBI.⁴³

El autor nos explica que la sustitución de activos puede ser vista como un fenómeno económico natural toda vez que la apertura a los mercados financieros internacionales ocasionan influjos de dólares a la economía. Sin embargo, si la sustitución de activos es muy elevada, al igual que

⁴³ A inicios del presente siglo, en el Ecuador, las remesas en dólares remitidas por ecuatorianos, ocupaban un puesto preferencial en cuanto al ingreso de divisas al país.

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

la sustitución monetaria, es un reflejo de una inestabilidad macroeconómica y de distorsiones en los mercados financieros creándose así las condiciones para que se vea afectada la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, el autor sostiene que si el esfuerzo para disminuir la dolarización de la economía afecta el bienestar social, es mejor que la economía se mantenga dolarizada. Lo más importante, resalta Hnyilicza, es la estabilidad macroeconómica, aun contando con un sistema económico dolarizado, como es el caso de la economía peruana, teniendo en consideración que la estabilidad macroeconómica no es garantía para que la economía se desdolarice.

Agrega el autor que el Fondo Monetario Internacional, ha aceptado que las economías estén dolarizadas y no ha sido su estrategia estar en contra de este fenómeno monetario, siempre y cuando las economías estén estabilizadas, es decir, la prioridad es la estabilidad macroeconómica.

El autor explica, en cuanto a la sustitución de monedas, que este fenómeno acrecienta la volatilidad del tipo de cambio. El aumento del tipo de cambio ocasiona que la oferta de dólares aumente en términos de la moneda nacional por lo que la oferta total de dinero en la economía se incrementa. Al aumentar el tipo de cambio entonces se incrementa la rentabilidad en moneda nacional de los activos en moneda extranjera, por lo que la sustitución entre monedas se haría bastante alta.

Hnyilicza⁴⁴ cita a dos investigadores, Berg y Borensztein y da su comentario, el mismo que es el siguiente:

“.....(los autores señalados)...formulan un modelo simple que captura los efectos claves de la sustitución de monedas y busca determinar el efecto del régimen cambiario sobre la varianza del producto. Concluyen que en un régimen de tipo de cambio flotante, el tipo de cambio de una economía dolarizada será más sensible a cambios esperados en la oferta de dinero y a otras variables que afectan la tasa esperada de depreciación del tipo de cambio. Encuentran elementos para favorecer el tipo de cambio fijo en una economía dolarizada: primero, el hecho que cuando hay una extensa sustitución de monedas es probable que los shocks monetarios sean relativamente más grandes en magnitud, y segundo, que pueden ocurrir cambios impredecibles entre las tenencias de moneda nacional y de moneda extranjera”.

En cuanto a la sustitución de activos y la política monetaria, Hnyilicza⁴⁵ cita a Cuddington quien sostiene que la política monetaria y el tipo de cambio no se ven afectados por una dolarización en la forma de sustitución de activos.

Hnyilicza sostiene que cuando los bancos comerciales aumentan sus activos y pasivos en dólares, éstos se vuelven más vulnerables ante incrementos del tipo de cambio y variaciones de los depósitos en dólares. Al aumentar el tipo de cambio, los compromisos de pago de deuda

⁴⁴ Ob. Cit. página 532

⁴⁵ Ob. Cit. página 532

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

en dólares se volverían morosos viendo afectados así los bancos comerciales. El autor plantea respecto a la vulnerabilidad del sistema financiero, lo siguiente:

“...la vulnerabilidad del sistema financiero ante variaciones en el tipo de cambio puede implicar que la flexibilidad cambiaria tenga que ser excluida como un instrumento de política con el cual responder a los shocks. Por otro lado, los regímenes fijos pero ajustables pueden resultar peores ya que pueden alentar a los agentes a asumir un riesgo cambiario basado en una confianza equivocada en la rigidez del tipo de cambio. Luego, la eventual devaluación resulta muy costosa”⁴⁶

Hnyilicza plantea beneficios y riesgos de la dolarización como es el caso de la economía peruana, los que a continuación se sintetizan:

a) Beneficios

- Mayor integración con los mercados internacionales
- Mayor profundidad financiera vía los DME. Los bancos domésticos trataría de captar los DE, que se encuentran en bancos extranjeros
- Aumenta la credibilidad en vista que los residentes poseen DME y créditos en dólares
- Aumenta la intermediación local influyendo en que los capitales permanezcan en la economía local.

b) Riesgos

- Problemas potenciales en la balanza de pagos.
- Pérdida del señoreaje.
- Pérdida de la política monetaria.
- El descalce en los plazo de maduración entre activos y pasivos en dólares aumenta la vulnerabilidad hacia los flujos de capitales.
- Riesgo del portafolio de préstamos de los bancos domésticos.
- Incumplimiento de los pagos de los préstamos ante una fuerte depreciación.
- Limitaciones en la definición de metas intermedias para la política monetaria toda vez que la oferta total de dinero tiene un gran porcentaje de activos en moneda extranjera, sobretudo para relacionar producto con precios.

Hnyilicza sostiene que para incrementar la autonomía monetaria es recomendable un tipo de cambio flexible, por las siguientes razones:

“..el público puede optar por los depósitos denominados en moneda nacional y moneda extranjera que mantienen los bancos domésticos. Esta variedad de activos aparecen como sustitutos cercanos, lo que fortalecen los vínculos entre la tasa de interés entre los depósitos en dólares en el país, tasas de interés en dólares internacionales, y

⁴⁶ Ob. Cit. página 533

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

Tasas de interés de la moneda nacional. Estas posibilidades de arbitraje limitan el control del Banco Central puede ejercer sobre condiciones monetarias como el nivel de tasas de interés en moneda nacional".⁴⁷

Agrega el autor:

“El diseño de un programa monetario requiere una investigación empírica acerca de cual es el agregado monetario que está mas asociado al objetivo final, que incluye activos denominados en moneda extranjera. En economías dolarizadas, la elección de un objetivo de agregado monetario, es un problema esencial y empírico porque no es posible deducir *a priori* la composición de activos de la demanda de dinero”.

En esta cita el autor explica que la demanda de dinero es endógena y depende de la preferencia por el circulante y los depósitos en dólares de los agentes económicos.

A modo de conclusión

La economía peruana esta fuertemente dolarizada con un equilibrio macroeconómico en los mercados financieros, de dinero, cambiario y de bienes y servicios. La dolarización extraoficial contribuyó a este equilibrio dado que los agentes aún prefieren usar el dólar como reserva de valor y esto se comprueba en los depósitos dolarizados y en los créditos dolarizados. En otras palabras, la dolarización extraoficial es endógena si la vemos bajo un perspectiva dinámica toda vez que los agentes eligen que moneda usar en las transacciones financieras y de compra y venta de bienes y servicios. Sin embargo para que se haya producido la dolarización extraoficial fue necesario la liberalización del mercado cambiario y al oferta de dólares, la misma que no se pudo controlar en las últimas dos décadas como si se pudo hacer en las décadas anteriores. Surge una nueva pregunta: por qué las autoridades monetarias no pudieron controlar al dólar en el mercado callejero? O simplemente no quisieron controlarlo y dejaron que las calles se inunden de dólares? Investigar como se expandió la oferta de circulante de dólares en nuestra economía es materia de otra investigación por lo que no corresponde a este documento, el mismo que analiza la dolarización extraoficial como un hecho consumado.

Lo interesante de este tipo de dolarización es que, por un lado, dio estabilidad y equilibrio al sistema financiero, pero otro lado, creo la expectativa de depreciación o el riesgo cambiario, es decir, la dolarización extraoficial estabilizó al mercado cambiario pero no a la economía en su conjunto por el motivo antes expuesto.

Si los agentes económicos prefieren al dólar como una reserva de valor entonces la expectativa de depreciación siguen posicionadas dado que cualquier aumento del tipo de cambio, se perdería riqueza financiera en moneda nacional. Y como se vio en el ejemplo, los prestamistas que prestan en dólares, no pierden, pero si prestan en nuevos soles, si perderían con una fuerte depreciación porque el pago de su deuda equivaldrían menos dólares. Si los prestatarios deben

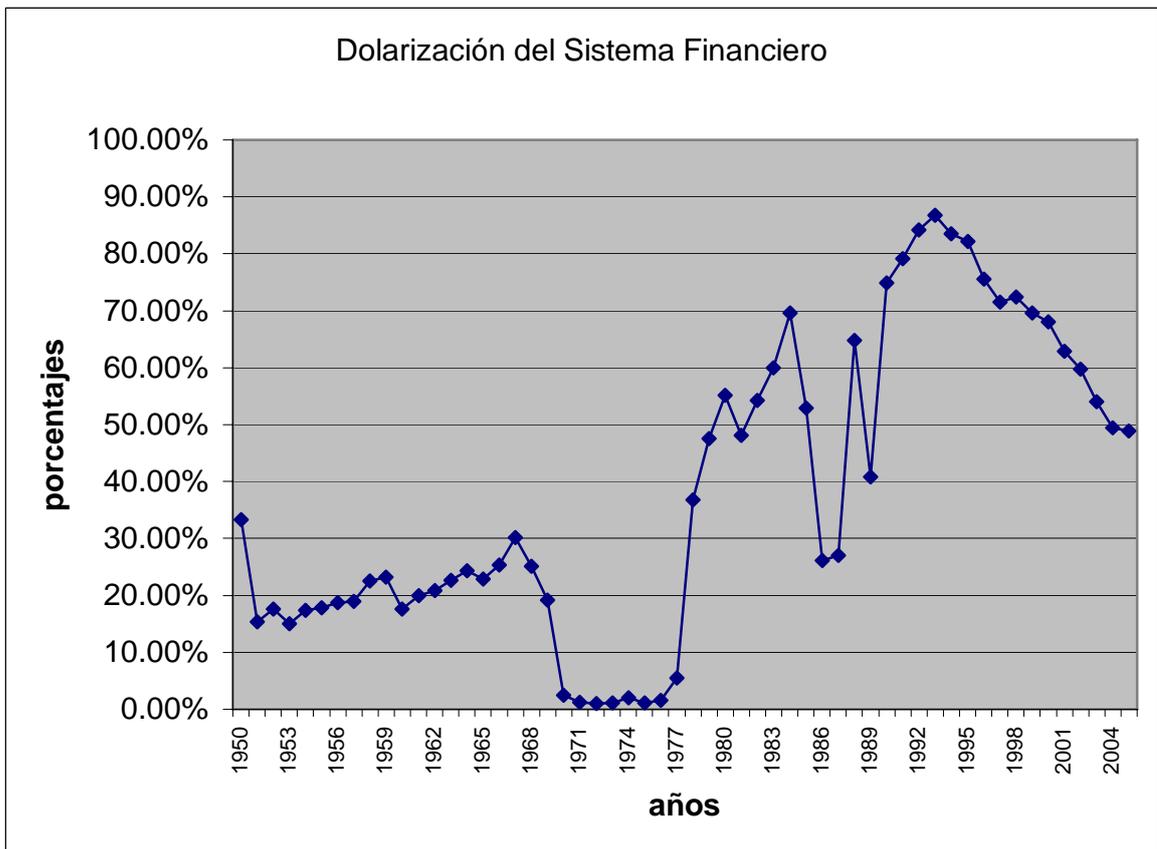
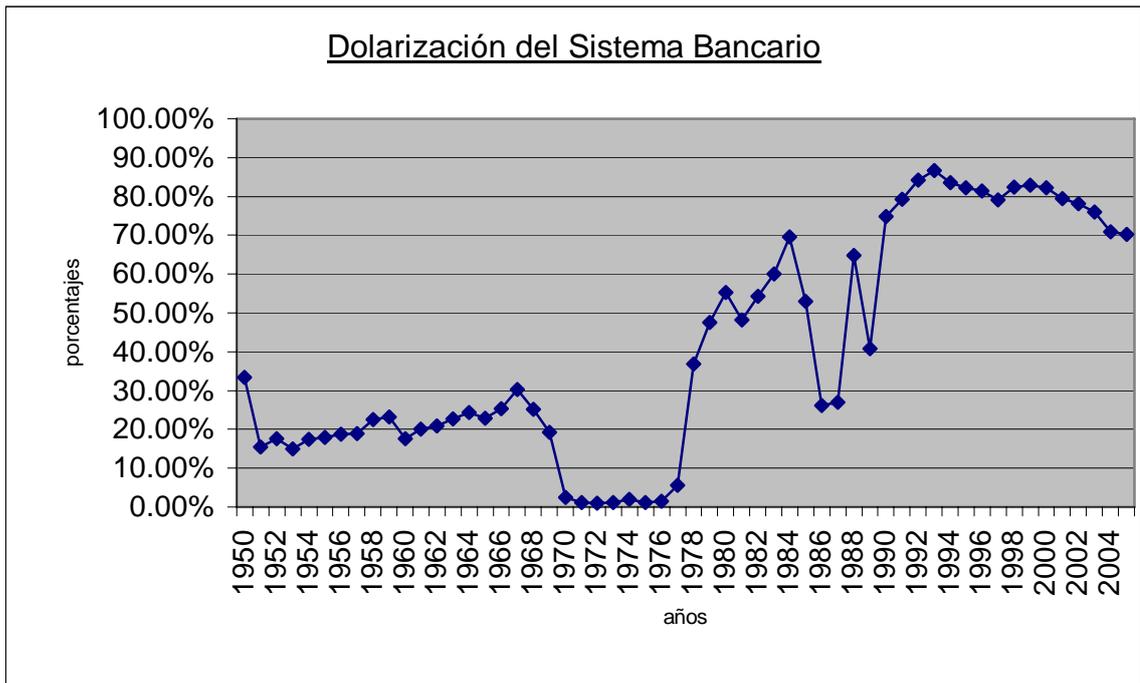
⁴⁷ Ob. Cit. página 538-539

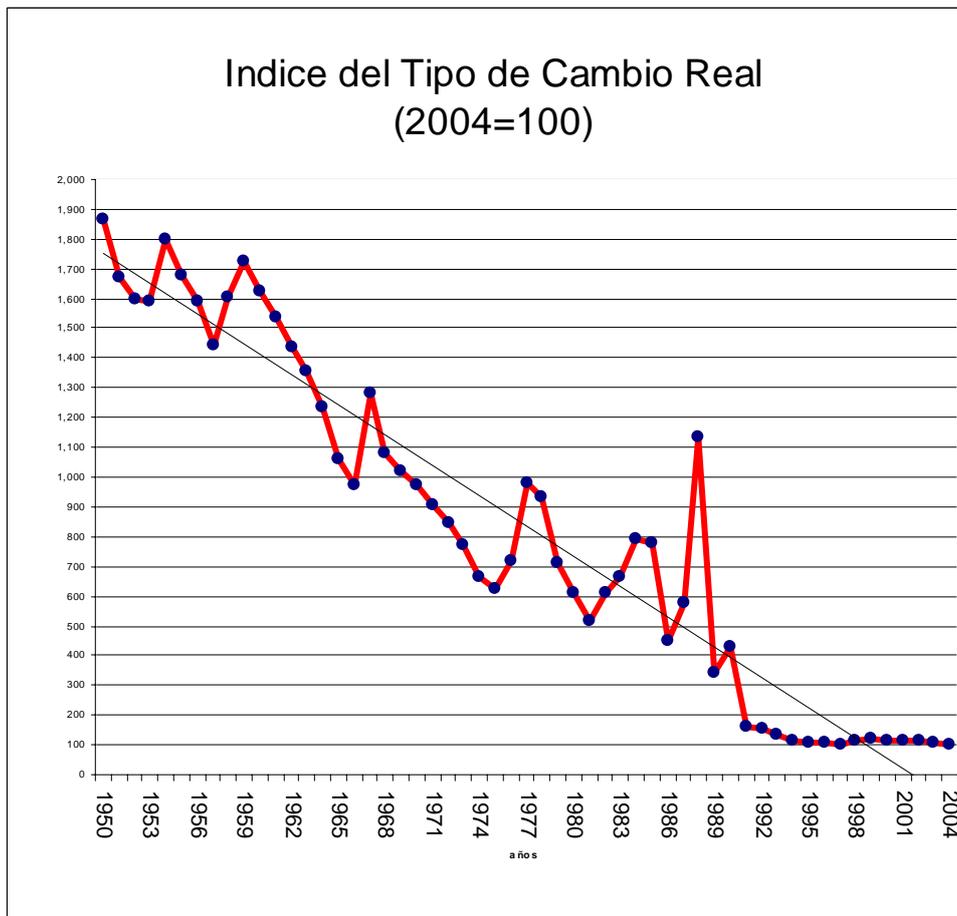
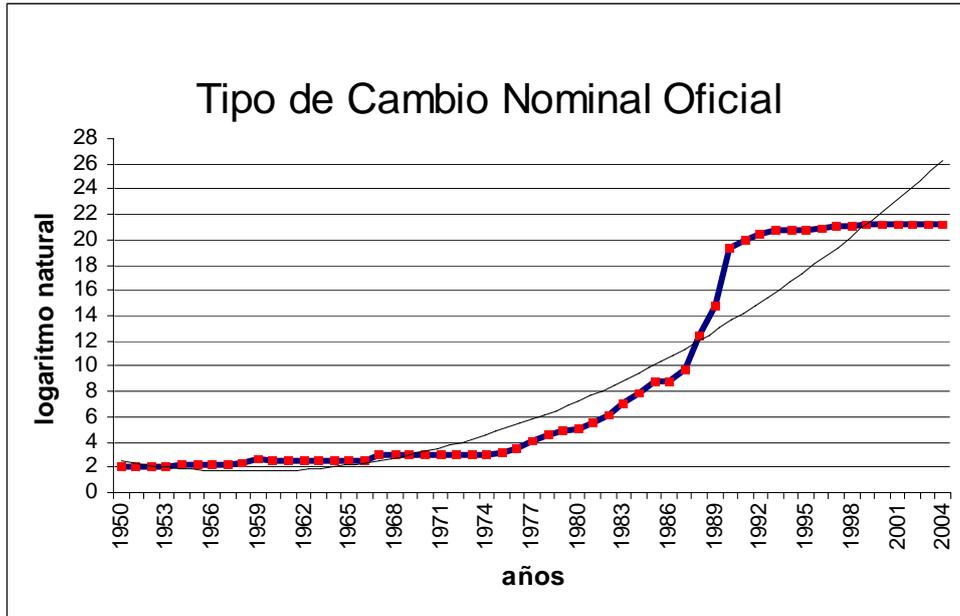
La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

en dólares, una fuerte depreciación los hará pagar más dinero, pero si están endeudados en nuevos soles, y tiene dólares, ganará toda vez que pagarán menos deuda en moneda extranjera.

En tal sentido, los prestatarios tendrán riesgos de prestar en nuevos soles, y los prestamistas, tendrán riesgos de endeudarse en dólares. Los préstamos en nuevos soles se harán más caros en términos relativos por incorporar este riesgo, y los préstamos en dólares incorporarán el riesgo cambiario por el lado de los prestatarios. Ambos agentes afrontarán riesgos de endeudarse en cada moneda. La evidencia empírica nos demuestra, al menos por el momento, que los créditos en dólares son muchos mayores que los de moneda nacional, aún considerando el riesgo de depreciación. Si bien es cierto que este riesgo es reducido en la actualidad, más no es lo mismo en el mediano y largo plazo, dado que los agentes perciben que la política económica puede cambiar.





REGÍMENES CAMBIARIOS VIGENTES⁴⁸

	Régimen cambiario	Definición	Nº de países
1	Esquema cambiario en que la moneda de curso legal no es emitida por el mismo país	La moneda de otro país circula como moneda de curso legal o el país miembro pertenece a una unión monetaria en que todos los países de la unión comparten un emisor legal	38
2	Caja de Conversión	Compromiso legal para canjear la moneda doméstica con la moneda de reserva a un tipo de cambio fijo	8
3	Paridad fija con otra moneda	El país ajusta su tipo de cambio al de otro país o a una canasta de monedas a un tipo de cambio fijo que podrá fluctuar +/- -1% alrededor del tipo de cambio preferencial	45
4	Tipo de cambio al interior de una banda cambiaria	La cotización se mantiene al interior de una banda cambiaria alrededor de una paridad central fija con un margen superior al +/- -1 %	6
5	Tipo de cambio pre anunciado a una tasa fija	El tipo de cambio se modifica periódicamente a una tasa de depreciación fija o se ajusta de acuerdo a indicadores meta	5
6	Ajuste periódico de la banda cambiaria (crawling peg)	El tipo de cambio fluctúa con un margen por encima y debajo de una paridad central que se modifica periódicamente a una tasa de depreciación fija o se ajusta de acuerdo a indicadores	6
7	Flotación controlada	La autoridad monetaria influye sobre la trayectoria del tipo de cambio a través de intervenciones en el mercado cambiario, sin comprometerse a una trayectoria preanunciada del tipo de cambio	27
8	Flotación libre	El tipo de cambio es determinado por el mercado sin intervenciones para modular del tipo de cambio	50

⁴⁸ Memoria Anual del Banco Central del Ecuador, año 2000, cuadro N° 1

Anexo N° 4

DOLARIZACIÓN: VENTAJAS Y DESVENTAJAS⁴⁹

	<u>Ventajas</u>	<u>Desventajas</u>
1	Elimina el riesgo cambiario, pero no elimina el riesgo país, lo que puede reducir mas no eliminar la prima de riesgo sobre las tasas de interés internacionales	En caso de choque negativos al comercio internacional o al flujo de capitales, el ajuste, si no se dispone de los mecanismos estabilizadores necesarios, puede ser muy costoso. La favorable coyuntura petrolera dio un respiro temporal a la economía ecuatoriana y tiempo para debatir los esquemas más idóneos para reducir la vulnerabilidad de la economía. Diferir la adopción de estas reformas puede ser muy riesgoso
2	Se dispone de una moneda reconocida mundialmente, lo que permite reducir en gran parte los costos de transacción. Existen de todos modos costos operativos mínimos, derivados del proceso de canje y de la importación de billetes dólares	La decisión unilateral y la neutralidad pasiva de los Estados Unidos se traducen en una pérdida de señoreaje que varía según el grado de dolarización informal que tuviere la economía antes de dolarizar
3	Facilita la convergencia de los precios y tasas de interés hacia niveles internacionales. La rapidez de la convergencia dependerá de la estructura de precios de los bienes transables y no transables (como los servicios públicos), de la política de mantener precios referenciales en un inicio para evitar el redondeo de precios y de la asimilación del ajuste cambiario necesario para adoptar la dolarización, entre otros aspectos	Riesgo de una apreciación real del tipo de cambio y deterioro de la balanza comercial, vinculados a la rapidez con que se produzca la convergencia de inflación y las reformas estructurales necesarias para hacer más competitivas a las exportaciones.
4	Reduce el riesgo moral al eliminar al prestamista de última instancia. El sistema financiero deberá disponer de sus propios mecanismo para obtener liquidez	Más vulnerabilidad a los choques externos, al disponer de menos instrumentos para contrarrestarlos, lo que se manifiesta en la dificultad en aplicar políticas anti-cíclicas
5	Se puede alcanzar un mayor crecimiento económico, derivado de la estabilidad cambiaria. Su sostenibilidad evidentemente dependerá de la rapidez con que se adopten las reformas para consolidar este esquema	El menor riesgo cambiario puede inducir aun mayor endeudamiento público y privado
6		La salida del esquema puede representar un costo incalculable no sólo económico sino social

⁴⁹ Fuente: Memoria Anual del Banco Central del Ecuador, año 2000, cuadro N° 3

Anexo N° 5

La Oferta Endógena de Dinero: Un Análisis Matemático

Dado que el Banco Central de Reserva no emite moneda nacional, el flujo neto de dinero en moneda extranjera sería una variable endógena y la podríamos definir de la siguiente manera:

$$\Delta^{\$}M = f(\Delta XN, c, i - i^*, b, {}^{\$}pri, I_dir, d)$$

$$\Delta XN = \Delta X - \Delta M$$

$$\Delta X = f(\Delta Y^*, \Delta \pi)$$

$$\Delta M = f(\Delta Y, \Delta \pi)$$

$$\Delta \pi = \pi - \sum_1^n k_i * \pi_i$$

$i = 1, n$; donde n es la cantidad de socios comerciales

k es la ponderación de la inflación de cada socio comercial

Explicando las ecuaciones tenemos que “ $\Delta^{\$}M$ ” es el flujo de la cantidad de dólares que ingresa al sistema económico en un periodo de tiempo y va a depender de las exportaciones netas “ XN ”; por el lado de las exportaciones, “ X ”, éstas dependen de la actividad económica de nuestros socios comerciales, “ Y^* ”, y de sus ventajas competitivas, “ c ”. Por el lado de nuestras importaciones, “ M ”, éstas dependerán del nivel de actividad de nuestra economía, “ Y ”. El diferencial de la tasa de interés doméstica y la tasa de interés internacional, “ $i - i^*$ ”, también influiría en el ingreso de capitales al existir un diferencial de rentabilidad. Los flujos de capitales hacia los mercados bursátiles, “ b ”, también sería parte de la oferta de dólares así como los ingresos por concepto de las privatizaciones, “ ${}^{\$}pri$ ”, los mismos que no son constantes. Las Inversiones directas, “ I_dir ” que dependerían a su vez del clima de confianza de los mercados nacionales, la inflación doméstica, “ π ”, que de aumentar, afectaría a nuestras exportaciones haciéndolas más caras, y a nuestras importaciones, haciéndolas más baratas; el promedio ponderado de la inflación de nuestros principales socios comerciales, “ $\sum_1^n k_i * \pi_i$ ”, que de

La Dolarización

Marco Antonio Plaza Vidaurre

aumentar, harían a nuestras exportaciones más baratas y a nuestras importaciones, más caras, desde el punto de vista relativo, lo que se sintetiza en el diferencial de inflación entre nuestra economía y de los países socios comerciales, $\Delta \pi$, que es el que finalmente afectará a las exportaciones netas, XN , y por último, tenemos los egresos de pago de deuda externa, "d".

Luego, la variación de la oferta de dinero en la economía estaría representada por la siguiente función:

$$\Delta^{\$} M = f(\Delta Y^+, \Delta Y^-, (\pi - \sum_1^n k_i^* \pi_i), c, (i - i^*), b, pri, I_{dir}, d)$$

La Dolarización
Marco Antonio Plaza Vidaurre