

Introducción

La década de los 90 está caracterizada por procesos recesivos profundos, aunque de corta duración. Parecería ser que existen las herramientas de política económica para actuar con prontitud y eficacia. Han desaparecido los fantasmas de décadas perdidas, prueba de ello es que la crisis mexicana corresponde exclusivamente al período 1994-1995. Algo parecido ocurre con las crisis de los países asiáticos (1997-1998), la de Rusia (1998) y la de Brasil (1999).

Sin embargo, el salir con prontitud de la crisis exige decisión y renunciamento. La Argentina, por ejemplo, solo pudo eliminar su hiperinflación renunciando a la autonomía monetaria y sujetando su economía a las estrictas reglas del currency boards (llamado en América Latina con el nombre de *convertibilidad*).

El presente trabajo analiza una reforma económica, la dolarización oficial, juzgada por muchos como dramática, extrema y riesgosa.

La dolarización, no obstante, es un fenómeno presente en variadas dimensiones en las distintas economías, con acentuación especial en aquellas caracterizadas por la inestabilidad macroeconómica, expresada en un historial de alta inflación y volatilidad cambiaria.

Los agentes han perdido toda credibilidad en sus Estados, los cuales, reiteradamente han incumplido sus compromisos. La dolarización es general en aquellas economías donde los distintos gobiernos, u otras entidades e instituciones, se han apropiado de los ingresos de los ciudadanos a través de devaluaciones sorpresivas y el financiamiento con emisión de sus abultados déficits fiscales.

Ante estas circunstancias, los agentes, de manera racional, han buscado protegerse a través de la dolarización de sus activos y su patrimonio.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

La propuesta de una reforma económica sustentada en la dolarización de la economía, no hace otra cosa que oficializar lo que en la práctica ya ha ocurrido. Los agentes ahorran en dólares, gastan en dólares y fijan los precios en dólares.

El caso específico que se analiza en este ensayo es el del Ecuador, un pequeño país sudamericano sumido en la mayor crisis económica de su historia.

En una primera parte se realiza un análisis teórico del concepto de dolarización. Se pone especial atención en la dolarización informal y sus consecuencias sobre la economía y la política económica discrecional. Se evidencia que una vez dolarizada la economía desde el lado de la demanda, su reversión es muy poco probable, por lo que se vuelve necesario avanzar hacia la dolarización oficial, como condición para alcanzar la credibilidad, la estabilidad y el crecimiento económico.

En una segunda fase del trabajo se presenta el funcionamiento de la política económica y de la economía de Panamá, un país latinoamericano con dolarización oficial plena desde comienzos del presente siglo. Sin duda, Panamá es el ejemplo más claro y cercano a Iberoamérica de una economía sin moneda nacional y con uso pleno del dólar de los Estados Unidos como moneda genuina.

En una tercera etapa, se analiza a la economía ecuatoriana, su crisis y su proceso de dolarización informal, y se efectúa una propuesta para la reforma monetaria del Ecuador, de cara a una sustitución del dólar por el sucre de manera oficial.

Finalmente se establecen una serie de reflexiones que buscan mostrar las bases que deben sustentar la reforma monetaria y la vigencia de la dolarización plena en el Ecuador.

El tema ahora presentado tiene especial vigencia en América Latina debido al alto grado de dolarización de los distintos países del sub-continente. Sin embargo, la discusión sólo ha empezado. En este sentido, la aspiración de este trabajo es básicamente introductoria. Se espera profundizar más adelante en el tema, en la conciencia de que es factible entregar un mejor aporte en un posterior estudio.

I. Análisis teórico del concepto de dolarización

El término dolarización ha sido utilizado indistintamente: I para describir un proceso de fuga de capitales; II para explicar el comportamiento del tipo de cambio en el mercado negro o paralelo; III para referirse al uso de la moneda extranjera como reserva de valor, unidad de cuenta y/o medio de pago en la economía doméstica; y, IV para entender la relación entre estabilidad macroeconómica, inflación interna y grado de sustitución monetaria, entre otros.¹

Un concepto amplio de dolarización es el propuesto por Calvo y Vegh (1992), quienes señalan que ésta se refiere a cualquier proceso donde del dinero extranjero reemplaza al dinero doméstico en cualquiera de sus tres funciones.²

En efecto, la dolarización de una economía es un caso particular de sustitución de la moneda local por el dólar estadounidense u otra moneda fuerte (el marco alemán, por ejemplo, para el caso de algunos países de Europa de Este) como reserva de valor, unidad de cuenta y, en el extremo, como medio de pago y de cambio.

El proceso puede tener diversos orígenes. Puede obedecer a la colonización de un país, que pasa a utilizar la moneda del país colonizador, o a la decisión autónoma y soberana de una nación que decide utilizar como moneda genuina el dólar, tratándose en estos casos de una reforma monetaria por el lado de la oferta. Otro origen posible, por el lado de la demanda, es como consecuencia de las decisiones de cartera de los individuos y empresas que pasan a utilizar el dólar como moneda, al percibirlo como refugio ante la pérdida del valor de la moneda doméstica en escenarios de alta inestabilidad de precios y de tipo de cambio.

¹ M. Savastano. *Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues*, IFM Working Paper, enero de 1996. Cita tomada del trabajo de M. Rojas y A. Valle, *Dolarización en la economía ecuatoriana*, Memoria Anual 1997, Quito, BCE, 1998

² G. Calvo y C. Vegh. *Currency Substitution in Developing Countries: an introduction*, Revista de Análisis Económico, Volumen 7, junio de 1992. Cita tomada del trabajo de M. Baquero, *Dolarización en América Latina: una cuantificación de las elasticidades de sustitución entre monedas*, BCE, Notas Técnicas, Quito, 1999.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

El uso del dólar deriva, en este último caso, de la conducta precautoria de la suma de individuos que, racionalmente, optan por preservar el valor de su riqueza manteniéndola en dólares y refugiándose así del devastador efecto de las devaluaciones y la alta inflación. Cuando la dolarización es un proceso derivado de decisiones de los individuos es muy difícil pensar en su reversión.

El proceso de dolarización desde el lado de la demanda, responde principalmente a la inestabilidad económica expresada en altos niveles inflacionarios y al deseo de los agentes de diversificar sus portafolios con la intención de mantener el valor real de sus activos. Normalmente en condiciones de hiperinflación, la dolarización se convierte en una tendencia general.

La dolarización se presenta en forma de inversiones en activos financieros denominados en moneda extranjera dentro de la economía doméstica, circulante en moneda extranjera y depósitos de los agentes nacionales en el extranjero, generalmente estos últimos depósitos se realizan en las oficinas *off-shore* de los bancos nacionales.

En los países de dolarización generadas por el lado de la oferta, se trata de procesos históricos de antigua data. Aproximadamente una veintena de naciones, especialmente islas de El Caribe y del Pacífico Sur, tienen como moneda nacional el dólar de los Estados Unidos. El caso más notable en Iberoamérica, y que analizaremos en este trabajo, es el de Panamá, que hace casi un siglo que es una economía que utiliza el dólar.

Se pueden distinguir dos procesos de dolarización por el lado de la demanda: la sustitución de moneda y la sustitución de activos.³

La sustitución de moneda, que hace referencia a motivos de transacción, ocurre cuando la divisa extranjera es utilizada como medio de pago; en este sentido, los agentes dejan de utilizar la moneda nacional para sus transacciones.

³ Para el análisis de la dolarización vía sustitución de activos y sustitución monetaria se ha utilizado ampliamente los trabajos ya citados de M. Baquero (1999) y M. Rojas – A. Valle (1998)

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

La sustitución de activos, que resulta de consideraciones de riesgo y rentabilidad, por su parte, se presenta cuando los activos denominados en moneda extranjera se utilizan como parte integrante de un portafolio de inversiones o como reserva de valor.

La literatura sobre sustitución de moneda sostiene que la demanda de saldos reales domésticos y extranjeros dependerá de los rendimientos esperados de cada moneda. Esta hipótesis implica que el grado de sustitución entre monedas aumentará cuando se tienen tipos de cambio flotantes, sobre todo cuando se tiene un historial de devaluaciones continuas como es el caso de varios países latinoamericanos, pues bajo este régimen el riesgo cambiario es mayor y, por lo tanto, también el de mantener moneda nacional.

Se debe advertir, no obstante, que con tipo de cambio fijo, cuando existe un rezago cambiario por sobrevaloración de la divisa nacional durante largo tiempo, una devaluación se convierte en un evento esperado por los agentes que igualmente sustituyen de manera importante la moneda nacional por la extranjera.

Bajo el contexto de sustitución de moneda en el sentido estricto, la demanda de dinero se torna aún más sensible ante los cambios en el costo de oportunidad relativo a las monedas. Entonces el argumento clásico (mayor independencia de la política monetaria) para la adopción de un sistema cambiario flexible se ve debilitado cuando la elasticidad de sustitución entre monedas es alto.

En este sentido, varios autores han demostrado como una economía con perfecta sustitución de monedas y tipo de cambio flotante, el nivel general de precios queda indeterminado, volviendo inefectiva la política monetaria, debido a las decisiones aleatorias de recomposición de cartera de los agentes, por lo cual el sistema cambiario adecuado es el tipo de cambio fijo.⁴

El siguiente análisis demuestra lo señalado. Si se supone un mercado monetario que coexiste con dos monedas; la ecuación que equilibra este mercado es: $M + EF =$

⁴ A. Almasi. Régimen cambiario y Estabilidad Monetaria, en Convertibilidad: Fundamentación y Funcionamiento, CEMA, Buenos Aires, 1997. Citado por M. Baquero (1999)

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

mP , donde M es la oferta monetaria doméstica, E representa el tipo de cambio nominal, F los saldos reales en moneda extranjera, m la demanda doméstica por saldos reales y P el nivel general de precios. Despejando P y utilizando la ecuación del tipo de cambio real $E = eP$, donde e se refiere al tipo de cambio real, se obtiene que $P = M / m - eF$. Entonces, bajo un sistema cambiario flexible, fijar la cantidad nominal de dinero (M) por parte de la autoridad monetaria ya no es suficiente para fijar P , pues su comportamiento dependerá también de las decisiones de los agentes por mantener saldos reales en moneda extranjera (F), que no están bajo el control de la autoridad monetaria. (A. Almasi 1997).

Sin embargo, en un entorno de sustitución de activos, puede ser adecuado un sistema cambiario flexible. El argumento es que la sustitución de activos, a diferencia de la sustitución de monedas, no tiene que afectar necesariamente a la demanda de dinero en su definición más estrecha, puesto que la sustitución de activos es el resultado de las decisiones de los agentes económicos en cuanto a comportamiento de su cartera de inversión (por ejemplo, activos domésticos y/o extranjeros), en función de consideraciones de riesgo y rentabilidad.

La posibilidad de diversificar el portafolio entre inversiones en moneda nacional y extranjera en la banca local o depósitos en divisas en el extranjero genera una mayor movilidad del capital, haciendo a estas alternativas de inversión buenos sustitutos, lo cual genera un vínculo estrecho entre las distintas tasas de interés (domésticas y extranjeras). Este vínculo entre las tasas de interés dificulta a la autoridad monetaria su gestión, por ejemplo el control de las tasas de interés nacionales. No obstante, al adoptar un tipo de cambio flexible se permite mayor independencia en el manejo de la política monetaria a la autoridad respectiva.

De todas maneras, la dolarización sin duda tiene implicaciones sobre la política económica⁵, entre otras las siguientes cuatro:

1. El efecto de la sustitución de moneda sobre la estabilidad de la demanda de dinero. McKinnon R. (1982), encuentra que una economía en la que

coexisten dos monedas bajo un sistema de tipo de cambio fijo, los cambios en las expectativas de devaluación o en la tasa de interés internacional, generan inestabilidad en la demanda de dinero doméstico, por lo que un régimen de ancla monetaria no sería adecuado.⁶

2. Sustitución de moneda y tipo de cambio real. Sobre este punto la literatura concluye que ante un aumento de la tasa de crecimiento del dinero, se produce una depreciación del tipo de cambio real. Guillermo Calvo encuentra que el efecto de un cambio en la política monetaria sobre el tipo de cambio real depende de las magnitudes de las elasticidades de sustitución entre la preferencia por liquidez y por consumir.⁷
3. Sustitución de moneda y financiamiento del gobierno a través del impuesto inflación. La presencia de sustitución de moneda aumenta la elasticidad de la demanda de dinero respecto a la inflación esperada, por lo tanto, a mayor inflación esperada aumenta la demanda de saldos reales extranjeros y consecuentemente el gobierno pierde señoreaje debiendo aumentar el impuesto inflacionario que sería mayor que en una situación sin presencia de dolarización.⁸
4. Dolarización y el sistema bancario. Calvo y Vegh (1992) sostienen que, frente a un elevado grado de dolarización del crédito, la devaluación de la moneda deteriora los balances de las empresas y bancos, con los consecuentes efectos en el sistema bancario y en la actividad económica en general.

Ahora bien, entre los factores que explican los fenómenos de la dolarización, sobre todo en los países de América Latina, están la inestabilidad macroeconómica, el

⁵ Citas al respecto tomadas del trabajo de M. Baquero (1999)

⁶ R. McKinnon. Currency Substitution and Instability in the World Standard, American Economic Review, Vol 72, 320-333

⁷ G. Calvo. A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations, Money, Exchange Rates and Output, The Mit Press, Cambridge Massachusetts, 1996

⁸ Liliana Rojas-Suárez, Currency Substitution and Inflation in Perú, Revista de Análisis Económico, Volumen 7, junio de 1992

escaso desarrollo de los mercados financieros, la falta de credibilidad en los programas de estabilización, la globalización de la economía, el historial de alta inflación, los factores institucionales, entre otros, los cuales han jugado un papel importante en el proceso.

Ciertamente, las economías con alta (aunque no total) dolarización revelan un proceso de sustitución de monedas derivado de la pérdida de confianza del público especialmente en el Estado y en sus posibilidades como cumplidor de compromisos. Se trata de economías donde los distintos gobiernos, u otros agentes, se han apropiado de ingresos y riqueza de los ciudadanos a través de devaluaciones sorpresivas y el financiamiento con emisión de dinero de crecientes desequilibrios fiscales, resultantes de la falta de sujeción a las restricciones presupuestarias y a la posibilidad de hallar a individuos, bancos, estados u organismos internacionales que financien dichos déficits.

La existencia de moneda local y dólares tiene su contrapartida en transacciones en ambas monedas. La percepción de probable ruptura de las reglas de juego por parte del gobierno se refleja en el diferencial entre tasas de interés activas en moneda local (sucres) y en moneda extranjera (dólares). La presencia de riesgo de devaluación induce a los bancos a exigir a sus clientes una tasa de interés igual a la tasa en dólares más la tasa de devaluación esperada en el período de la operación. Dicho riesgo, evidentemente, desaparece con la dolarización total y en Latinoamérica la experiencia panameña es la única de una economía basada en el uso del dólar y sin un banco emisor de moneda propia.

I.1 La dolarización informal

La dolarización primero adquiere un carácter informal⁹. Es un proceso espontáneo en respuesta a la falta de credibilidad de las políticas gubernamentales. Cuando el poder adquisitivo de la moneda local se deteriora, los agentes se refugian en activos denominados en monedas fuertes, normalmente el dólar, aunque la moneda extranjera no sea de curso obligatorio.

⁹ Para el desarrollo de los temas referentes a la dolarización informal se ha utilizado ampliamente el trabajo de F. López, Por qué y cómo dolarizar, ESPOL, Guayaquil, 1999.

El proceso de *dolarización informal* tiene varias etapas: la primera es conocida como sustitución de activos, los agentes adquieren bonos extranjeros o depositan cierta cantidad de sus ahorros en el exterior. Esta fase se conoce también como fuga de capitales. En una segunda etapa se produce la sustitución monetaria, los agentes adquieren medios de pago en moneda extranjera, billetes dólares o cuentas bancarias en dólares. Finalmente, en una tercera etapa, muchos productos y servicios se cotizan en moneda extranjera: alquileres, precios de automóviles o enseres domésticos, y se completa cuando aún bienes de poco valor se cotizan en la moneda extranjera, alimentos, bebidas, diversiones, etc.

Pero la dolarización informal tiene consecuencias perversas sobre el funcionamiento de la economía de un país. Como ya hemos afirmado, una de las razones primordiales por la cual los agentes de un país utilizan una moneda extranjera como el dólar, se debe al riesgo cambiario que se asume al poseer la moneda local, la cual tiene un historial de devaluación continua. Estas acciones individuales tienen consecuencias que no benefician al aparato económico en general.

A) En primer lugar, hace que la demanda de dinero se vuelva inestable. Esto dificulta las posibilidades de la autoridad monetaria para estabilizar la economía y controlar la inflación. En la medida que los agentes económicos convierten la moneda local (sucres para el caso del Ecuador) en dólares, se reduce el monto de sucres en circulación. Las autoridades monetarias reaccionan emitiendo más sucres, por motivos de señoreaje o para financiar las cuentas corrientes del Estado. Sin embargo, esta emisión adicional no va hacia actividades productivas sino especulativas. Los agentes económicos incrementan los precios en anticipación a la emisión monetaria y pronto el país cae en el círculo vicioso de inflación – devaluación – inflación y en una espiral inflacionaria con tasas de aumento de precios cada vez mayores, los inversionistas se convierten en *especuladores*.

Generalmente, en la programación monetaria de los bancos centrales se utiliza a la emisión como variable de control, debido a que ésta aísla a la dolarización al excluir

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

los flujos de moneda externa. Pero, si la economía está altamente dolarizada esta decisión no es la adecuada.

Tomando en cuenta que la cantidad de dinero es usada como un objetivo intermedio de la política monetaria y, por lo tanto, aquella determina el nivel de precios a través de la demanda de dinero, la dolarización informal implica que el dólar es una parte importante del concepto de dinero. En economías dolarizadas, la selección de un agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria implica un problema puramente empírico (de tanteo), en tanto no es posible deducir a priori la composición de la demanda de dinero.

En el diseño de la programación monetaria se requiere determinar si el agregado monetario que está estrechamente relacionado con el objetivo final (la inflación) debe incluir activos en moneda extranjera, pues en este caso se estaría fijando una meta sobre un agregado que tiene una relación inestable con la meta final.

La presencia de alta dolarización informal trae consecuencias negativas en cuanto al manejo de la política monetaria, en la medida en que la relación entre los componentes del agregado monetario y el nivel de actividad está vinculada con el nivel de liquidez de cada componente. Es decir, la alta liquidez en moneda extranjera resta poder al control monetario.

B) En segundo lugar, la dolarización informal genera presiones sobre el tipo de cambio, en la medida en que aumenta la demanda por moneda extranjera. Se requiere entonces una definición específica de política cambiaria.

Como se indicó anteriormente, la teoría recomienda que cuando la dolarización se concentra en la sustitución de moneda, se adopte un tipo de cambio controlado para evitar su volatilidad. Si la dolarización resulta de un proceso de sustitución de activos, que significa la posibilidad de desplazarse desde depósitos en moneda extranjera hacia moneda nacional en el sistema financiero doméstico, alternativas de inversión que fortalezcan las relaciones entre tasas de interés domésticas en moneda extranjera, tasas

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis de interés internacionales y tasas equivalentes en moneda local, en este caso la misma teoría considera un tipo de cambio flexible.

De todas maneras, la experiencia ha demostrado que un anclaje sobre el tipo de cambio se sugiere cuando un país tiene al mismo tiempo un alto nivel de inflación y dolarización debido al rol que cumple como instrumento de unidad de cuenta, y el tipo de cambio sirve como una medida aproximativa del nivel de precios. En este sentido, el ancla nominal de tipo de cambio determina el proceso inflacionario en un contexto de sustitución monetaria.

Asimismo, la inestabilidad monetaria y la falta de credibilidad en la moneda, tarde o temprano repercute en la solvencia del sistema financiero.

C) Un tercer efecto de la dolarización informal es el deterioro de los ingresos denominados en moneda local. Sueldos, salarios, pensiones, intereses fijos, etc. El efecto del deterioro es más fuerte en los estratos poblacionales de menores ingresos, pues la capacidad para *defenderse* de la inflación es mucho menor que en los estratos más ricos. Estos últimos convierten mucho más fácil y rápidamente sus balances a dólares, mientras que la capacidad de ahorro y de conversión de los más pobres es virtualmente cero.

Para los sectores pudientes, el círculo vicioso devaluación-inflación-devaluación que está en el origen de la dolarización informal, podría ser motivo hasta de enriquecimiento si saben anticipadamente que una devaluación es inminente o pugnan porque se produzca, puesto que la posesión de información e imposición les permite aprovecharse de ella para comprar dólares antes de que se devalúe la moneda.

D) Una cuarta consecuencia de la dolarización informal es la distorsión de las tasas de interés. Se podría pensar que las tasas en dólares deberían ser similares a las de los Estados Unidos, el país emisor, no obstante, no ocurre así porque la demanda de crédito en dólares y dólares billetes excede la capacidad de convertir la moneda local en dólares, puesto que los productores locales tienen que vender sus productos en sucres y

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

luego convertirlos a dólares. Por lo tanto, las tasas de interés captan este riesgo y por ello son más altas que en el exterior.

E) Un quinto efecto de la dolarización informal es el ya mencionado sobre el sector financiero. Un rápido incremento en el nivel de operaciones financieras en moneda extranjera aumenta el riesgo de una crisis sistémica por riesgo cambiario y crediticio. Como la dolarización informal se da a niveles de cuentas y préstamos, se podrían gestar problemas de cartera vencida en dólares. Esta situación se agrava cuando existen posibilidades que se devalúe la moneda y los préstamos están concedidos a quienes no tienen ingresos en moneda extranjera.

Asimismo, variaciones no previstas de la cotización de la divisa alteran las proyecciones realizadas por los acreedores y podrían dificultar el que cumplan sus obligaciones crediticias. Esto sin duda incrementa el riesgo crediticio de las entidades financieras.

F) Un efecto especialmente importante de la dolarización informal tiene que ver con el Fisco, pues ésta reduce la posibilidad de generar ingresos por señoreaje. En el caso de sustitución monetaria el uso de una moneda extranjera disminuye la demanda por la moneda doméstica e implica un menor margen de señoreaje para el gobierno. En este sentido, la dolarización limita la capacidad del Estado de recaudar el impuesto inflación. En este contexto el gobierno tendría que buscar formas alternativas para financiar su déficit.

Una creciente dolarización informal al convertirse en un problema, en la medida en que restringe el campo de acción de la política monetaria, cambiaria, fiscal, aumenta el riesgo cambiario y crediticio del sistema financiero y reduce el poder adquisitivo de los sectores poblacionales más pobres. En tal sentido, una vez que una economía se ha dolarizado de manera importante, las alternativas se reducen hacia la instauración de una caja de conversión o la dolarización plena, pues, restablecer la credibilidad en el sistema discrecional se vuelve poco probable y demandaría consistencia, disciplina y un tiempo normalmente largo.

I.2 La dolarización oficial

Desde que el presidente de la Argentina, Carlos Menem, propuso la posibilidad de eliminar el peso y llevar a una absoluta dolarización de la economía de su país¹⁰, y con el impulso de varios economistas como Calvo y Dornbusch hacia la dolarización de la Argentina y México respectivamente, la crisis del Real en Brasil y la réplica de Enrique Iglesias acerca de una moneda regional única para América Latina, el debate en las Américas especialmente hace referencia al tema que hoy tratamos.¹¹

Desde Quebec hasta la Patagonia se está discutiendo propuestas aparentemente radicales. En efecto, en marzo de 1999, el Bloque Quebequois, un grupo de 45 legisladores que apoya la independencia de Quebec en el Parlamento de Canadá, presentó una propuesta para que Canadá participe en una unión monetaria panamericana, sustentada en el dólar de los Estados Unidos. (G. Arteta 1999)

Como se indicó al principio, los procesos de dolarización surgen en un país como resultado de la pérdida total de confianza en las funciones tradicionales de la moneda local. En países con alta inestabilidad macroeconómica, donde las inflaciones elevadas caracterizan especialmente dicha inestabilidad, ante la pérdida de valor de la moneda doméstica (como viene ocurriendo en el Ecuador desde hace varios años, donde el gobierno o la banca se apropian de los ingresos o los recursos de los ciudadanos mediante devaluaciones, feriados bancarios o congelamiento de depósitos) los agentes buscan salvaguardar el valor de su riqueza refugiándose en una moneda extranjera (el dólar de los Estados Unidos) y la economía se dolariza progresivamente ante el aumento del riesgo país.

Adoptar como política la dolarización total de una economía implica una sustitución del 100% de la moneda local por la moneda extranjera, lo que significa que los precios, los salarios y los contratos se fijan en dólares.¹²

¹⁰ G. Arteta. Opciones cambiarias para el Ecuador: el dilema de la elección, CORDES, Quito, mayo de 1999

¹¹ R. Dornbusch. Inflation and the peso, publicación disponible en www.mit.edu/people/rudy/index.html
G. Calvo. On dollarization, borrador para discusión

¹² M. Vela. Convertibilidad o dolarización: ¿salida para el Ecuador? GESTION, Quito, 1999

La dolarización total descansa sobre algunos principios específicos:

1. La moneda única es la extranjera (en América Latina y el Ecuador específicamente sería el dólar de los Estados Unidos) y desaparece la moneda local.
2. La oferta monetaria pasa a estar denominada en dólares y se alimenta del saldo de la balanza de pagos (de la balanza comercial y de la cuenta de capitales), además de un monto inicial suficiente de reservas internacionales.
3. Los capitales son libres de entrar y salir sin restricciones, casi sin intervención estatal en la intermediación financiera, pues los excesos de oferta o de demanda se ajustan automáticamente por préstamos o endeudamientos de la banca privada con el exterior.
4. El Banco Central abandona sus funciones tradicionales con lo cual terminan los préstamos de liquidez al sistema financiero y el financiamiento de los déficit fiscales mediante el señoreaje y el crédito al sector público; además, no se necesitan mantener reservas internacionales.

La dolarización formal en general supone la recuperación casi inmediata de la credibilidad, pues aparentemente cortaría de raíz el origen de la desconfianza: la inflación y las devaluaciones recurrentes. ¹³

Entre otras, la dolarización formal u oficial obliga a los gobernantes a disciplinarse, desnuda o revela los problemas estructurales de la economía con lo cual impulsa a las sociedades al cambio de sus estructuras y, especialmente, inicia un proceso de moralización pues devela las causas de la corrupción, especialmente de la monetaria y cambiaria.

¹³ En la descripción de las ventajas de la dolarización hemos utilizado ampliamente el trabajo de F. López (1999)

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Entre las ventajas que más pronto se pueden apreciar de la dolarización formal tenemos las siguientes:

1. Se particularizan los efectos de los *shocks* externos

La pérdida en los términos de intercambio, los desastres climáticos que afectan la producción exportable, la imposición de cuotas, aranceles y tasas a los productos que vende el país al resto del mundo, entre otros, constituyen en general los denominados *shocks* externos. La dolarización oficial, asegura la particularización de estos *shocks* de manera exclusiva en el sector afectado.

Veamos un ejemplo al respecto. Supongamos que el precio de las flores ecuatorianas cae en el mercado internacional. Es importante resaltar que el ajuste se particulariza en el sector floricultor. Se sabe que este *shock* externo reduce el ingreso de los floricultores y se produce un déficit en la balanza de pagos. En el *modelo discrecional* (definimos como modelo discrecional al modelo tradicional en el que la autoridad monetaria puede devaluar la moneda y modificar las tasas de interés) se devalúa la moneda, lo cual recompensa a los floricultores de sus pérdidas, pero el costo se transfiere a todos los consumidores; en otras palabras, se afecta a toda la economía.

Por otro lado, también hay que recordar que si aumentara el precio de las flores en el mercado mundial, la moneda debería revaluarse, con lo que se favorecería a toda la sociedad, pero en América Latina, y en el Ecuador particularmente, aquello rara vez sucede, lo que implica que solo los exportadores se benefician. Lo que significa que con el régimen anterior se socializan las pérdidas y se privatizan las ganancias.

En una economía con dolarización formal, como no se puede devaluar, el *shock* exógeno lo absorbe la industria afectada, no la economía en general. El ajuste se deberá llevar a cabo reestructurando la producción de flores, disminuyendo los costos de producción, renegociando sueldos o salarios de los trabajadores, refinanciando préstamos, etc.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Se debe recalcar que con la dolarización oficial, el ajuste no lo hace, ni tiene que hacerlo, toda la economía en general, sino que lo hace, y debe hacerlo, únicamente el sector afectado.

2. Se iguala la tasa de inflación local con la de los Estados Unidos

Cuando una economía se dolariza oficialmente, la tasa de inflación tiende a igualarse a la de Estados Unidos. Objetivamente, el nivel de precios no es necesariamente igual en los dos países; los costos de transporte, los aranceles o los impuestos causan disparidades. Tampoco las tasas de inflación son obligatoriamente iguales, pero tienden a serlo.

3. Se reduce el diferencial entre tasas de interés domésticas e internacionales

Puesto que se elimina el riesgo cambiario y el correspondiente de expectativas inflacionarias, la tasa nominal de interés también será la tasa real de interés.

La confianza que crea el nuevo sistema monetario reduce las tasas de interés y esta confianza se expande a todo el sistema económico. Al respecto es importante advertir que Panamá, el único país latinoamericano con dolarización plena, además de tener tasas de interés similares a las de Estados Unidos, tiene vigente préstamos hipotecarios a 30 años plazo.

Como veremos más adelante, las cifras macroeconómicas de Panamá demuestran que este país tiene tasas de inflación menores a las de Estados Unidos y sus tasas de interés son comparables a las de los mejores países y centros financieros internacionales.

4. Se facilita la integración financiera

Una economía pequeña como la de la mayoría de los países latinoamericanos y sin duda la ecuatoriana, es poco partícipe de los flujos de capital que se están realizando en el mundo globalizado de la actualidad. Para lograr una mayor participación, además de la dolarización oficial, se debe permitir y promover el ingreso de instituciones

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis financieras internacionales, en libre competencia con la banca local. De esta manera, tanto los activos como los pasivos financieros pasan a ser parte de una fuente gigante de liquidez y de fondos. Consecuentemente, el origen o destino de los préstamos o de los depósitos tiene poca importancia, pues no están ligados a los fondos locales.

Una economía dolarizada formalmente incentiva la presencia de grandes bancos internacionales y pronto se establecerían centros financieros (como ha ocurrido en Panamá y en las Bahamas) que permitirán el flujo de capitales de tal manera que cualquier shock externo sería contrarrestado por esta integración financiera con el resto del mundo. Es decir, la integración financiera eliminaría las crisis de balanza de pagos.¹⁴

Además de incrementar la estabilidad macroeconómica, la integración financiera mejora la calidad del sistema financiero, pues permite a los depositantes y ahorristas la opción de escoger entre bancos e instituciones financieras de prestigio internacional. Esta competencia obliga a la banca local a mejorar sus condiciones de operación. Las casas matrices de los bancos internacionales se convierten en prestatarios de última instancia.

5. Se reducen algunos costos de transacción

Cuando se dolariza formalmente, se eliminan las transacciones de compra y venta de moneda extranjera. El diferencial entre el precio de compra y venta del dólar es un ahorro para toda la sociedad porque la intermediación, sobre todo la especulativa que aprovecha los cambios en la valoración de la moneda, desaparece.

Otro ahorro es la eliminación de la doble facturación, doble contabilidad y otras operaciones que deben hacer las empresas con actividades internacionales y las que desean sus balances en términos reales.

¹⁴ Juan Moreno-Villalaz. Lesson from the Monetary Experience of Panamá, Cato Journal, Vol. 18, No. 3, invierno de 1999

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Aún más, muchas operaciones de defensa contra posibles devaluaciones desaparecen, lo cual beneficia y facilita la inversión y el comercio internacional.

Lo propio ocurriría con los bancos, que no necesitarán un cojín para cubrir el riesgo cambiario, lo cual les permitiría reducir el nivel de reservas y, por consiguiente, el costo de oportunidad asociado con la liquidez de la cartera.

6. Se producen beneficios sociales

La dolarización formal beneficia a los asalariados, a los empleados con poco poder de negociación colectiva, a los jubilados. Además facilita la planificación a largo plazo pues permite la realización de cálculos económicos que hacen más eficaces las decisiones económicas.

También dicha dolarización fortifica el derecho de propiedad privada. El dinero es la propiedad privada más generalizada. La inflación es un impuesto oculto, por tanto, en la medida que las autoridades monetarias alteran el valor del dinero, violan los derechos de los ciudadanos.

La dolarización oficial fortalece el control de los recursos por parte de los ciudadanos, el dinero deja de ser propiedad del Estado, lo mismo la Reserva Monetaria Internacional, pues las reservas pasan a manos de los individuos.

7. Se descubren los problemas estructurales

Una clase final de beneficios de la dolarización oficial tiene que ver con la apertura y transparencia que se logran. Por otra parte se considera que es una de las mejores formas de sincerar la economía.

Si cada vez que se produce una reducción del precio de un producto exportado o cada vez que hay una disminución internacional de la demanda, el gobierno sale al rescate con una devaluación se crea el peligro o riesgo moral. Esto significa que los

productores de bienes exportables no responden a las fuerzas del mercado como deberían hacerlo.

Si cae la demanda o bajan los precios, la teoría y la práctica económica aconsejan una reestructuración de los recursos. Los productores de bienes exportables, como todos los productores ante estas circunstancias, deben reducir sus costos, realizar una reingeniería de su producción, reformar sus cuadros administrativos, desarrollar nuevos productos, investigar y buscar nuevos mercados, etc.

La devaluación es un antídoto que alivia pasajeramente la pérdida de los términos de intercambio, pero a la larga y su continuo uso fomenta la incompetencia, reduciendo la competitividad de los productos exportables, a la vez que se perpetúan los mismos procesos y productos de siempre, por lo cual no se diversifican ni tecnifican las exportaciones.

8. Se genera disciplina fiscal

Los déficit presupuestarios fiscales reducen el ahorro interno y desplazan el ahorro privado hacia operaciones especulativas no productivas.

Como el gobierno no puede emitir dinero con dolarización oficial, la corrección del déficit fiscal solo se puede hacer mediante financiamiento vía préstamos o impuestos. Los préstamos del exterior, en la actualidad, imponen condiciones de disciplina fiscal. Además la tributación tiene un costo político que los gobernantes deben enfrentar. Esto obliga no solo a equilibrar las cuentas fiscales, sino a que el gasto sea de mejor calidad, de mayor rendimiento social. Los pueblos se resisten a pagar impuestos cuando observan o perciben que sus dineros se derrochan o se malversan. Por ello buscan que se mejore el sistema de rendición de cuentas, lo que hace que, a la larga, la corrupción disminuya y se mejore el bienestar de la sociedad.

En general se puede advertir que una dolarización formal u oficial de la economía implica beneficios importantes. Las ventajas de este sistema son bastante claras: confianza, simpleza, estabilidad y la posibilidad de conseguir una baja inflación muy

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis rápido, lo que provocaría que bajen las tasas de interés y se reactive el sector productivo. Mientras la reforma económica que implica la dolarización formal sea transparente y creíble, se atraerá inversión doméstica y extranjera

No obstante, como toda reforma económica, la dolarización formal tiene costos y sacrificios, como la inflexibilidad para afrontar shocks, algo que veremos con detenimiento más adelante, pérdida de autonomía para fijar tasas de interés y precios con el exterior, riesgo a que no se genere confianza si la forma como se estableció no es creíble (autorización de la Reserva Federal de los Estados Unidos), pérdida del señoreaje, entre otras. Se deben entonces evidenciar dichos costos y los principales se exponen a continuación.

A) El costo de la pérdida del señoreaje

El señoreaje es la diferencia que existe entre el costo intrínseco del papel más su impresión como billete y el poder adquisitivo del mismo.

El reemplazo de moneda local implica la adquisición de dólares billetes. Estos dólares tienen un poder adquisitivo en bienes y servicios, pero al ser utilizados como medios de pago se pierde la oportunidad de adquirir mercancías u otros haberes.

No obstante, debemos advertir que ya se ha incurrido en esa pérdida, pues como la Reserva Monetaria Internacional ya se ha acumulado, la pérdida del poder adquisitivo ya se ha realizado, no es un costo adicional que debe hacer el país.

Stanley Fisher, vicepresidente del Fondo Monetario Internacional, aconseja que la pérdida se debe medir como el flujo anual que se dejaría de recibir por utilizar el dólar como medio de pago. Esto sería el costo del ingreso que dejaría de percibir el banco central porque la RMI normalmente está colocada en instrumentos financieros que reciben una tasa de interés. Para el caso ecuatoriano, con una reserva productiva de 800

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis millones, el señoreaje podría llegar a 35 millones de dólares por año o un 0,23% del PIB.¹⁵

Se debe advertir, sin embargo, que el diferencial entre las tasas de interés que existe debido estrictamente al riesgo cambiario es un costo social mucho más alto que la pérdida del señoreaje. El ahorro en intereses es más que suficiente para cubrir la pérdida del señoreaje.

B) Costos de transformación y generales

También deben considerarse los costos de transformación de las cuentas bancarias, las cajas registradoras o de los sistemas contables. Se puede también pensar como un costo el tiempo que lleva a la población el aprender a utilizar el dólar en lugar de la moneda nacional. También existen costos intangibles en la percepción de los ciudadanos que al dolarizarse formalmente la economía se pierde uno de los símbolos nacionales. Sin embargo, estos costos son menores, insignificantes en términos de costos sociales.

C) Aval de la Reserva Federal de los Estados Unidos

Sería importante contar con la aprobación por parte del Congreso de los Estados Unidos y de la Reserva Federal. La credibilidad de esta reforma monetaria se acentuaría ciertamente con el aval del país emisor de la moneda que se constituye en unidad de cuenta, medio de pago y depósito de reserva al interior de la nación que se dolariza.¹⁶

D) La problemática de los shocks externos

La teoría económica y la evidencia empírica han llegado a consensos en los temas de política fiscal y financiera. Sin embargo, aún existe gran debate en materia de política

¹⁵ International Monetary Fund, *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Documento Interno, 1998

¹⁶ G. Calvo. *Testimony on full dollarization*, Conferencia presentada ante el Subcomité de Política Económica, Finanzas y Comercio Internacional del congreso de los Estados Unidos, Washington DC, 1999

cambiaría. Si bien la teoría económica es amplia en describir los pros y los contras de cada esquema cambiario, la evidencia empírica no es concluyente para validar los desarrollos realizados por la teoría.

Esta discrepancia entre teoría y realidad se presenta al revisar los acontecimientos recientes de los países de América Latina, en los cuales, en contraposición con lo acontecido en economías desarrolladas, no se cumple lo que la teoría económica sugiere en materia de política cambiaria. La experiencia europea (Inglaterra, España e Italia en 1992) sí demuestra que una flexibilización del tipo de cambio en respuesta a un shock recibido por la economía, permite que se reduzcan las tasas de interés y que se restablezca la actividad económica sin mayor impacto en la inflación, conforme dice la teoría.

La experiencia latinoamericana, no obstante, es distinta. En primer lugar, las tasas de interés después de una devaluación o flotación se han situado en niveles más altos a las existentes antes del ajuste. En segundo lugar, la inflación se ha incrementado; y, en tercer lugar, ha existido una fuerte contracción en la actividad económica.

Según la teoría convencional, los países que están sujetos a shocks monetarios domésticos se benefician de un sistema de cambio fijo, puesto que la oferta monetaria se ajusta automáticamente a la demanda de dinero, sin que se afecten las reservas internacionales. Por el contrario, cuando los shocks son externos o reales internos (como un desastre ecológico o un cambio climático), el régimen de flotación es preferible porque permite el ajuste de los precios relativos de la moneda.

Pero como ya se indicó más arriba, la evidencia empírica para los países en desarrollo desmiente esta proposición teórica. Por ejemplo, P. Lane ¹⁷ utilizando una muestra de 110 países descubre que, contrariamente a lo pensado convencionalmente, mientras más variables son los términos de intercambio mayor la posibilidad de que un país adopte un sistema de cambio fijo.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Otros investigadores descubren algo similar, que mientras más grandes son los shocks en términos de intercambio, mayor la tendencia de los países a ser más rígidos en sus políticas cambiarias.

Frente a esta aparente contradicción, Hausman y coautores (1999) argumentan que la teoría es defectuosa y que los regímenes de cambio fijo resultan en mercados financieros más profundos, lo cual debería ser de particular importancia para economías que sufren shocks externos constantes en sus términos de intercambio.

Los autores mencionados, luego de estudiar empíricamente si los sistemas flexibles permiten mejorar el manejo de los ciclos económicos, más autonomía y mejor control de la tasa real de cambio, encuentran que las tasas flexibles no han permitido una mejor política monetaria estabilizadora, sino que han sido, más bien, pro-cíclicas.

Adicionalmente, los regímenes flotantes han terminado en tasas reales de interés más altas, sistemas financieros más frágiles y mayor sensibilidad de las tasas de interés domésticas a los movimientos de las tasas internacionales. Esto ocurre porque si por ejemplo el tipo de cambio sube (se deprecia) ante, por ejemplo para el caso ecuatoriano una caída de los precios del petróleo, el valor del ahorro financiero en términos reales se reduce.

Un tipo de cambio flexible magnifica el impacto para los ahorristas, quienes en vez de poder utilizar sus ahorros para los tiempos difíciles (caída de los precios del petróleo que afecta de manera importante al PIB del Ecuador), se ven doblemente castigados, al constatar que sus ahorros se reducen en términos reales.

De esta manera, el tipo de cambio flexible no funciona como estabilizador macroeconómico ante shocks reales, como sugiere la teoría convencional. Se encuentra una alta correlación entre sistemas financieros débiles y poco profundos con tipos de cambio flexibles.

¹⁷ P. Lane. Determinants of Pegged Exchange Rates, citado en R. Hausman, M. Gavin, C. Pages-Serra, E. Stein, Financial Turmoil an the Choice of Exchange Rates Regime, Interamerican Development Bank,

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Un elemento adicional y de vital importancia para la definición de un sistema cambiario debería ser el grado de dolarización informal de la economía. Cuando la economía está muy dolarizada, una devaluación cambiaria puede debilitar excesivamente al sector productivo y al sistema financiero.

Por lo tanto, las preferencias reveladas de América Latina son las de permitir cambios muy pequeños en la tasa de cambio, aún en períodos de grandes shocks tales como los de 1998. Se explica esta preferencia como una consecuencia de la indexación de facto y la alta proporción de pasivos denominados en dólares.¹⁸

En este contexto es fácil entender el interés en la dolarización formal, pues es una manera muy seria de comprometerse a no devaluar y así evitar la pesadilla de las bancarrotas económicas. Es una forma de reducir el desfase en las tasas de cambio causadas por la dolarización informal y la falta de mercados financieros a largo plazo.

I.3 La caja de conversión

La caja de conversión o *currency boards* es popularmente llamada en América Latina con el nombre de *convertibilidad*.¹⁹ La caja de conversión es un régimen monetario y cambiario que garantiza, en forma legal y explícita, el respaldo y la libre conversión de la moneda doméstica a una moneda de reserva *fuerte* (normalmente el dólar en América Latina) a un tipo de cambio preestablecido. De esta manera, la emisión de moneda doméstica queda atada a las disponibilidades de reservas internacionales. La entidad encargada de la administración de la caja de convertibilidad puede ser el banco central.

La diferencia que se obtiene por los rendimientos de la inversión de las reservas internacionales, menos los gastos operativos sirve para incrementar los activos de la caja de conversión, o se entregan al ministerio de economía.

Paris, marzo de 1999

¹⁸ F. Pozo. El debate cambiario: Teoría versus realidad, GESTION, Quito, 1999

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

La única función de la caja de conversión es el cambio de moneda doméstica por moneda de reserva; por tanto, su actuación es totalmente pasiva y automática. En este contexto, esta institución monetaria renuncia a su función de prestamista de última instancia y de prestamista emergente de la caja fiscal. Bajo este esquema se impone un sistema de disciplina que abona el terreno para la estabilización.

La caja de conversión no garantiza bajo ninguna circunstancia los depósitos del sistema financiero privado que, en este caso, pasan a ser responsabilidad exclusiva de las propias instituciones, por ello se puede suponer que se reduzcan o eliminen las prácticas de riesgo moral y selección adversa, situaciones típicas en el contexto del seguro implícito asumido por un banco central tradicional.

La imposibilidad de financiar el gasto público, bajo cualquier modalidad, con recursos del banco central, condiciona o disciplina la gestión presupuestaria.

Con la caja de conversión el cambio entre la moneda doméstica y la divisa de referencia debe ser automático. Un importante aspecto en la credibilidad de este mecanismo consiste en la operación de una ventanilla de cambios, a la que el público tenedor de especies monetarias domésticas puede acudir en cualquier momento y cambiarlas por divisas a una paridad fija.

La caja de conversión tiene prohibición legal de alterar el tipo de cambio nominal. Tampoco puede fijar una meta de reservas internacionales, de forma tal que la relación entre los activos y pasivos siempre se mantenga en base a la regla de la emisión (que puede ser de uno a uno como en el caso de la Argentina).

Un aspecto singular de la caja de conversión es la gestión del encaje o los denominados requisitos de liquidez del sistema financiero. En teoría, los requerimientos de reserva de liquidez en el banco central pierden su significado clásico.

¹⁹ D. Mancheno, J. Oleas, P. Samaniego. Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en el Ecuador, Banco Central del Ecuador, Notas Técnicas, Quito, junio de 1999

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Una caja de conversión no puede crear presiones inflacionarias de origen monetario. La oferta de dinero está determinada por la producción de bienes transables y por los ingresos de capital, sea como inversión directa o como inversión de cartera. Es el arbitraje de las tasas de interés el que determina, en última instancia, el nivel de reservas y el nivel de oferta de dinero en la economía.

El tipo de cambio fijo actúa como ancla nominal para la evolución de los precios domésticos al forzar su convergencia a la evolución de los precios del país emisor de la moneda que se utiliza como reserva.

En resumen, el *currency boards* descansa en cuatro principios:

- La caja de conversión se compromete a intercambiar libre y sin limitación alguna la moneda nacional por la moneda extranjera de reserva y viceversa. La libre convertibilidad puede limitarse estrictamente a los billetes en circulación o extenderse al conjunto de la base monetaria.
- Este principio de convertibilidad requiere que la base monetaria se encuentre respaldada por reservas de elevada liquidez, cuya cuantía debe ser como mínimo igual a la emisión local, computado de acuerdo con el tipo de cambio fijo de referencia.
- Se deben prohibir expresamente la realización de operaciones de préstamo al gobierno y la monetización de deuda pública, con el fin de impedir la financiación inflacionista del déficit público. Una aplicación estricta de las reglas de la caja de conversión también excluiría las operaciones de mercado abierto y las políticas de intervención esterilizada, de manera que la autoridad monetaria no tenga influencia sobre los tipos de interés.
- En un régimen de caja de conversión el banco central se divide en dos departamentos: el de emisión o fondo de cambio, encargado de dirigir la convertibilidad, y el departamento bancario, encargado de la supervisión y

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis regulación administrativa del sistema bancario y de la administración del exceso de reservas.²⁰

Diferencias entre la caja de conversión y la dolarización

Ahora bien, es importante diferenciar los conceptos de caja de conversión y dolarización, los cuales, como hemos visto no son excluyentes y hasta podrían ser parte de una sola estrategia. De hecho, el *currency boards* se ha aplicado en economías con altas inflación y dolarización informal.

No obstante hay diferencias. Mientras la caja de conversión espera fortalecer la moneda doméstica, la dolarización es el resultado de un proceso de pérdida total de confianza en las funciones tradicionales de la moneda, por la ausencia de credibilidad en su valor intertemporal.

Uno de los efectos del funcionamiento de una caja de conversión consiste en la recuperación de la confianza y la credibilidad de los agentes económicos en la estabilidad del valor de la moneda doméstica y, en tal virtud, se mantienen sus funciones como unidad de cambio, de cuenta, de pago y de reserva de valor. La dolarización consiste en la negación definitiva y explícita a aceptar la moneda doméstica por lo que se la sustituye por otra moneda fuerte (en términos de credibilidad y confianza).

Finalmente, mientras bajo la caja de conversión la emisión monetaria se respalda con reservas internacionales, expresadas en términos de la moneda escogida para tal efecto, en el caso de la dolarización este respaldo no es necesario, pues el dólar reemplaza a la moneda doméstica en sus funciones tradicionales.

Sin duda, la dolarización es un paso más allá en relación con la convertibilidad e implica acelerar el camino hacia la estabilidad y el crecimiento. De hecho los países que ahora funcionan con caja de conversión se han planteado la dolarización oficial

²⁰ Gonzalo Rodríguez Prada, El Tipo de Cambio como Ancla Nominal, Currency Boards y Dolarización, en La Macroeconomía de los Mercados Emergentes, Universidad de Alcalá, Alcalá de Henares, 1996

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis unilateral como mecanismo para evitar rumores sobre abandonos del esquema de caja de conversión y la devaluación que desestabilizan la economía. (F. López 1999)

II. Panamá: un caso de dolarización total

II.1 Características fundamentales de la economía panameña

El sistema panameño tiene tres características fundamentales:

1) Utiliza el dólar estadounidense como moneda genuina (unidad de cuenta, medio de cambio y reserva de valor). El balboa (“moneda” nacional) es unidad de cuenta (para expresar los precios), pero físicamente sólo existe bajo la forma de monedas de plata. La moneda para transacciones y contratos es una sola: el dólar de los Estados Unidos.

2) Los mercados de capitales son libres, sin restricciones y casi sin intervención estatal en la intermediación financiera, establecimiento de bancos, flujos de capital y determinación de tasas de interés.

3) No existe banco emisor y no se necesita almacenar un stock de reservas en divisas.

Ya a comienzos de siglo el dólar tenía curso legal en Panamá y el sistema financiero se integró parcialmente al de Estados Unidos. Después de una experiencia de represión financiera durante los años 60, en 1970 se aprobó una nueva ley bancaria que

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis permitió al sistema integrarse irrestrictamente a los mercados internacionales, mediante la apertura a la instalación de numerosos bancos extranjeros. La política fue deliberadamente de atracción de instituciones para banca off-shore, pero en su mayoría operan también con clientes locales.²¹

Las tasas de interés pasaron a ser las tasas internacionales, ajustadas por costos de transacción, riesgo de contraparte y riesgo país. Los excesos de oferta o de demanda se ajustan automáticamente en el mercado: las entidades financieras deciden endeudarse o prestar en Panamá o en el exterior, de acuerdo a las señales de los mercados local e internacional. El rebalanceo de la cartera de los bancos ha funcionado desde entonces como el mecanismo suavizador de shocks externos negativos.

Esta apertura financiera total, sin banco emisor, con el dólar como única moneda genuina, hace que pequeñas variaciones en flujos de capitales o en los mercados cambiario afecten poco y nada al mercado monetario y a la economía real. Además, el libre acceso a los mercados internacionales independiza a la inversión real de los reducidos niveles del ahorro doméstico. En consecuencia, el comportamiento del crédito y de los depósitos de cada banco en Panamá no se mueven uno a uno: el volumen de depósitos de los ahorristas y el riesgo crédito de deudores de mayor riesgo no es un obstáculo significativo para que el sistema en su conjunto otorgue préstamos.

La reforma de 1970 ha permitido a Panamá que los grandes ingresos y egresos de capitales no generen inestabilidad o volatilidad. Dicha reforma aumentó sustancialmente el volumen intermediado y el nivel de préstamos al sector privado se duplicó de 4,5% del PIB, a fines de los años 60, a 9,4% del PIB en 1971. La posterior eliminación de restricciones a operaciones específicas en 1989 incrementó en un 20% el nivel de depósitos entre 1990 y 1993. Los fondos fueron colocados en el exterior, pero en 1991 los préstamos otorgados en el mercado local alimentaron un genuino *boom* de la construcción. (J.L. Moreno 1997)

²¹ J.L. Moreno. La experiencia monetaria de Panamá: Lecciones para una Economía Dolarizada con una Banca Internacional. Panamá, Banco Nacional de Panamá, 1997

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

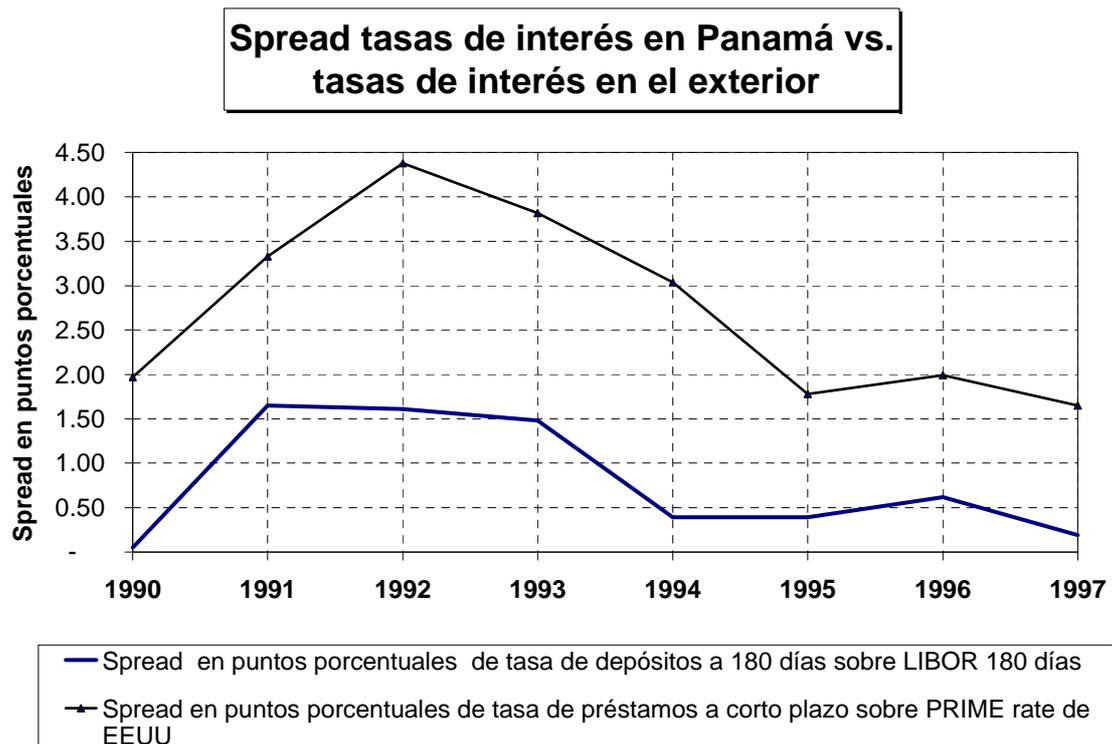
La clave está en la combinación de dolarización con integración financiera plena y la total libertad para movilizar recursos hacia y desde el exterior.

El uso del dólar y la liberalización financiera permitieron crear un sistema bancario fuertemente competitivo, asegurar un riesgo país bajo y eliminar la posibilidad de devaluación. Las tasas de interés están perfectamente arbitradas con las internacionales, y los bancos extranjeros efectúan las siguientes operaciones:

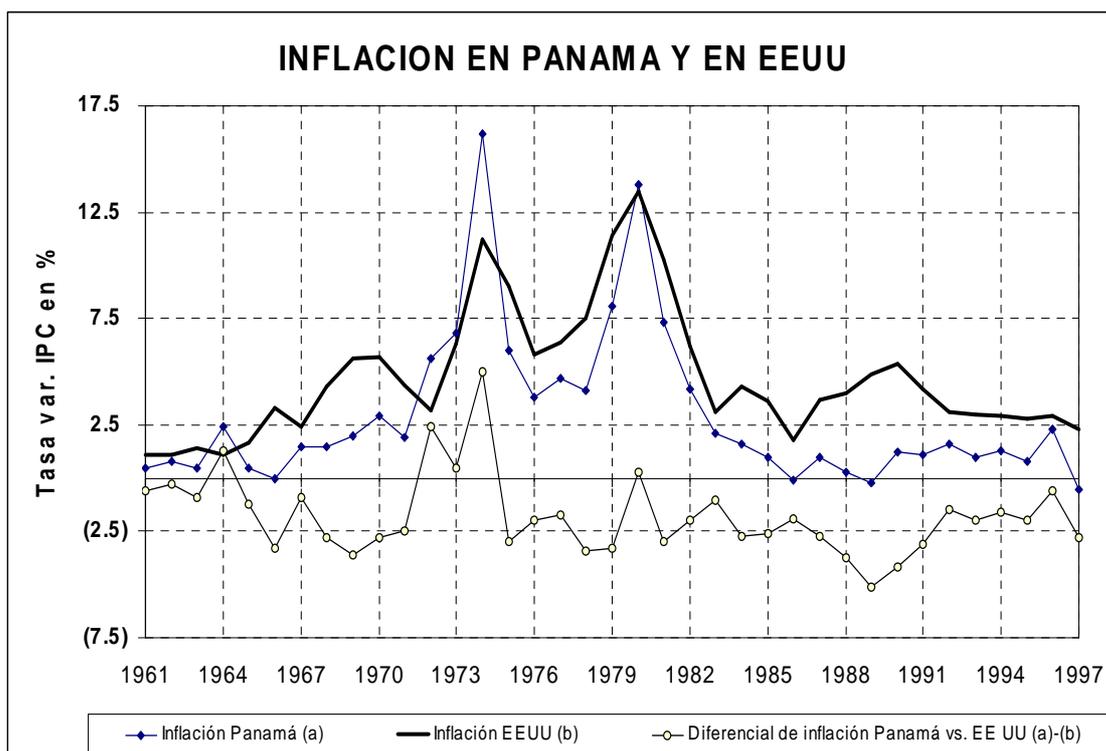
- Banca minorista: con clientes locales
- Banca mayorista: transacciones interbancarias, préstamos a bancos locales, banca privada, *brokerage*.

Los bancos toman la LIBOR (a distintos plazos) como tasa de referencia para determinar el costo de financiamiento en el exterior. Desde los años 70 las tasas de interés locales se han caracterizado por un notable alineamiento con la LIBOR: El diferencial de tasas ha estado siempre entre 0 y 0,13 puntos porcentuales por encima de la LIBOR.

Con respecto a la *Prime Rate* de EE UU, el diferencial ha estado entre 3 y 4 puntos porcentuales hasta 1994 y ha sido menor a los 2 puntos porcentuales entre 1995 y 1997. Para los préstamos hipotecarios el diferencial es algo superior por el menor uso de fondeo en el exterior de las entidades que otorgan créditos para vivienda.



La inflación, a su vez, se mantiene baja y estable. Entre 1961 y 1997 la variación promedio del IPC ha sido del 3% ANUAL. Si se excluyeran los años 1973 y 1980 (años de *shocks* petroleros, con inflaciones anuales algo superiores al 10%) dicho promedio resulta ser del 1,7%. Sólo en 1973 (por controles de precios en los EEUU) y en 1980 la inflación de Panamá fue superior a la de los EE UU:



Fuente: Fondo Monetario Internacional y JP Morgan

El crecimiento económico, a pesar de distorsiones microeconómicas, ha sido típicamente alto y estable. Entre 1960-71 y entre 1978-81 el crecimiento promedio del PBI llegó hasta el 8,1% anual y del 2,5% promedio anual en los demás años, además de las pequeñas declinaciones en 1983, por el *shock* petrolero, y en 1988-89, por las sanciones impuestas por los Estados Unidos (significó una caída del 20% del total de capitales ingresados al país). Hasta 1984, la volatilidad del PIB ha sido del 2,9% frente al 4,7% para toda América Latina, y la de los términos de intercambio ha sido del 7,9% frente al 15,1% para toda Latinoamérica.²²

La ausencia de un banco emisor de dinero induce automáticamente a una muy fuerte disciplina fiscal. El sistema monetario impone la racionalidad del mercado a las decisiones financieras, no existiendo desequilibrios presupuestarios. Los recortes de gastos han sido automáticos en caso de desequilibrios. Ocasionalmente han sido incrementados los impuestos. Igualmente el déficit fiscal no ha sido bajo. Durante los años 70 ha estado en torno del 7%-9% del PIB, y la deuda pública consolidada alcanzó a

²² Banco Interamericano de Desarrollo. *Special Report: Overcoming Volatility*, en *Latin America: Economic and Social Progress*, Washington DC, 1985

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis superar el 80% del PIB. Sin embargo, ello no ha implicado un aumento de la prima de riesgo de modo que los mercados internacionales lean al sistema monetario panameño como un arreglo institucional absolutamente desvinculado del riesgo soberano. (J.L. Moreno 1997)

La liberación financiera de 1969-70 permitió desarrollar un respetable sistema financiero con 30 bancos internacionales (americanos, japoneses y europeos), más 10 bancos off-shore. Desde entonces, los bancos se han ajustado a los *shocks* aumentando su uso de financiamiento externo para operaciones dentro y fuera de Panamá y las casas matrices de los bancos extranjeros son los verdaderos prestamistas de última instancia. Sus reservas juegan el mismo rol que el de las reservas de un banco emisor.

En definitiva, los excesos de oferta/demanda de fondos se resuelven dentro del sistema financiero por cambio en el nivel de pasivos externos de los bancos. Debido a la alta integración financiera al resto del mundo, los bancos juegan un rol similar al que jugarían bajo una convertibilidad con banca predominantemente extranjera: el ajuste monetario y de la balanza de pagos es automático como consecuencia de las restricciones presupuestarias sobre los bancos y el resto de la economía.

Como los bancos son indiferentes entre transacciones en dólares con el extranjero y en Panamá, no existen elevados diferenciales de tasas de interés para operaciones locales o con el exterior. Lo que se observan son movimientos en la composición de las carteras de los ahorristas (que deciden cuánto depositar) y de los bancos (cuánto prestar, cuánto retener como reservas, cuánto invertir en bonos y acciones). Esto hace que el dinero sea una variable endógena, y el ajuste dependa del rebalanceo de cartera de los bancos.

En Panamá un déficit de balanza de pagos significa, fundamentalmente, una reducción del *stock* de dinero y/o un aumento del endeudamiento externo de los bancos. Esto presiona automáticamente para reducir el gasto, equilibrar el mercado monetario o cancelar deuda externa. Como el sistema ajusta automáticamente no hay crisis de balanza de pagos. Por otra parte, como las tenencias de divisas no se requieren como reservas no hay endeudamiento público para financiar déficit de balanza de pagos o para

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis defender el valor externo de la moneda, cuando la misma es el dólar. En consecuencia, ni la política fiscal ni la monetaria son útiles para resolver desequilibrios macroeconómicos.

La separación existente en otros países de transacciones en moneda local de transacciones en dólares ha llevado a elevados diferenciales de tasas de interés entre ambos segmentos. En el sistema de Panamá, eso es directamente imposible.

II.2. La economía panameña: los números y la política económica actual.

Panamá es una típica economía pequeña y abierta. Tiene 2'700.000 habitantes (1/4 del Ecuador), un PIB de algo más de 9.000 millones de dólares (1/2 de la economía ecuatoriana) y un PIB per cápita de 3.200 dólares (el doble del ecuatoriano). Se trata de una economía donde predominan los servicios como principal sector de actividad, con un 70% del PIB, la Industria manufacturera capta el 23% y la agricultura el 7% del Producto Interno Bruto.

Los indicadores económicos primarios muestran que durante los años 90 la economía panameña experimentó un sostenido crecimiento del PIB y del PIB per cápita (4,4% anual promedio durante 1989-1998) y una muy baja inflación (0,9% anual en promedio para el mismo período):

AÑO	PIB nominal (mill. dólares)	Habitantes (millones)	PIB per cápita (en US\$)	Crec. % anual del PIB real	Inflación (Var. % del IPC)	Desempleo (% PEA)
1989	4,690.0	2.4	1,954.2	(0.8)	(0.2)	16.3
1990	5,400.0	2.4	2,250.0	7.4	1.2	11.7
1991	5,900.0	2.4	2,458.3	7.9	1.1	16.0
1992	6,641.0	2.5	2,710.6	8.2	1.6	12.9
1993	7,253.0	2.5	2,901.2	5.5	1.0	13.5
1994	7,734.0	2.6	2,974.6	2.9	1.3	14.0
1995	7,906.0	2.6	3,040.8	1.8	0.8	14.0
1996	8,244.0	2.7	3,053.3	2.4	2.3	14.3
1997	8,668.0	2.7	3,210.4	4.4	(0.5)	13.4
1998	9,172.0	2.8	3,275.7	4.0	0.5	13.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional y JPMorgan

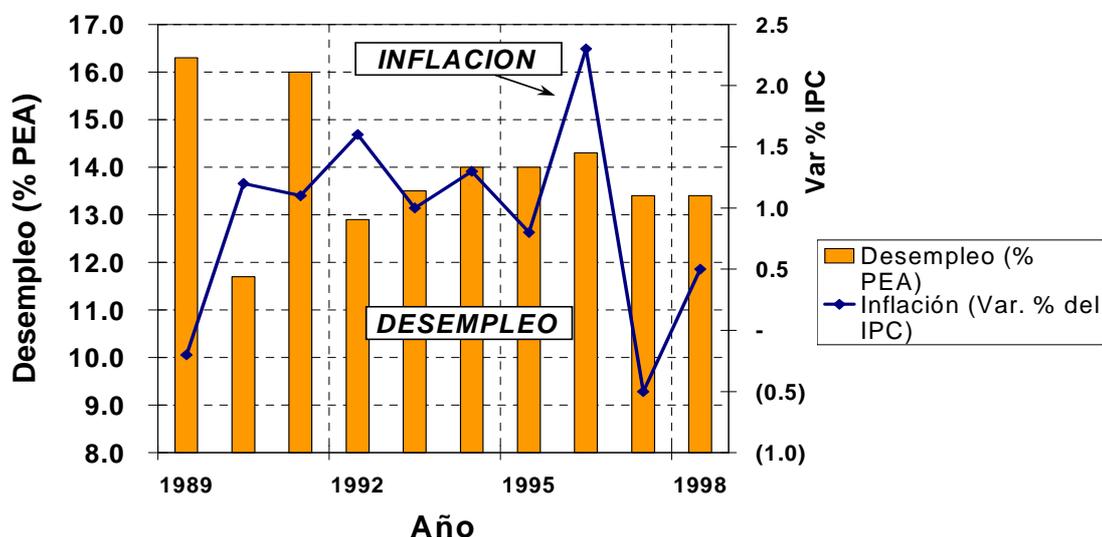
Las series disponibles comienzan desde el final del conflicto con Estados Unidos (1987-89), que significó para Panamá la salida de US\$ 350 millones, y sanciones del gobierno norteamericano, como el no pago de impuestos de las empresas estadounidenses que operan en Panamá y el cese de pagos del gobierno norteamericano a Panamá de las comisiones por el uso del Canal, y la presencia de efectivos militares de EEUU en la Zona del Canal.

Dicha crisis le significó el cierre de varios bancos, la caída del PIB en 1988 de un 15,6%. El ajuste vino a través de la reducción del gasto privado en consumo e inversión, la suspensión del pago de aguinaldos, aumento en la tarifa de servicios públicos (incluido cuotas para la educación) y deflación de precios y salarios.²³

Es admirable el sostenimiento de tasas de crecimiento prácticamente superiores al 2,4% anual desde 1989 (excepto en 1989 y en 1995). El desempleo ha oscilado en torno del 14% de la Población Económicamente Activa (PEA) en promedio, ubicándose en los últimos tres años por debajo de dicho nivel y del pico de 1989. El siguiente gráfico muestra la tendencia descendente de la inflación y del desempleo a partir de 1996:

²³ J. L. Moreno. Lecciones de la experiencia panameña: Una economía dolarizada con integración financiera, Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Guayaquil, 1999

Inflación y desempleo en Panamá



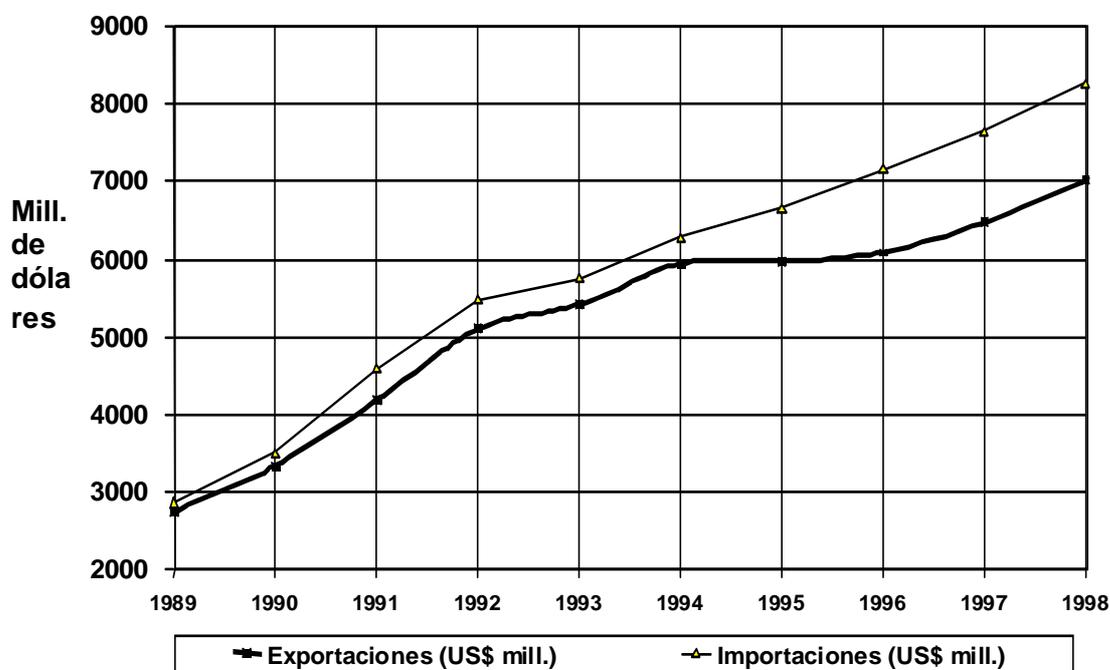
El comportamiento de esta economía pareciera ser la de un sistema relativamente insensible a los *shocks* externos: También es evidente un patrón de creciente ahorro interno que, como vemos en la siguiente tabla, tiende a ubicarse en torno del 22% del PIB, con cuentas fiscales superavitarias desde 1992:

AÑO	Ahorro interno total (en % PIB)	Superávit fiscal (% del PIB)	Ahorro privado neto (% del PIB)
1989	8.8	(13.4)	22.2
1990	10.4	(5.5)	15.9
1991	11.9	(4.5)	16.4
1992	15.4	4.7	10.8
1993	22.0	2.6	19.4
1994	24.1	3.8	20.4
1995	22.8	3.5	19.3
1996	22.0	4.2	17.8
1997	22.2	2.8	19.4
1998	22.7	2.6	20.1

Fuente: Fondo Monetario Internacional y JPMorgan

Con respecto a las cuentas externas, las mismas muestran un creciente déficit comercial, explicado en su mayor parte por la desaceleración de las exportaciones entre 1995 y 1997:

Evolución de la balanza comercial de Panamá



La cuenta corriente se ha estabilizado en un saldo deficitario en torno de los US\$ 500 millones, mientras que los ingresos netos de capitales tienden a los US\$ 2.000 millones anuales. Desde 1994 la balanza de pagos es superavitaria, como se observa en la siguiente tabla:

ANIO	Exportaciones (US\$mill)	Importaciones (US\$mill)	Saldo comercial (US\$ mill)	Saldo cuent. Corriente (US\$ mill)	Saldo Cuenta de Capital (US\$mill)	Saldo Bza. De Pagos (US\$ mill)	Var. Rvas Internac. (US\$ mill)
1989	2.742	2.866	(124)	103,2	(350)	(246,8)	
1990	3.346	3.504	(158)	205,2	50	255,2	225
1991	4.192	4.591	(399)	(218,3)	(102)	(320,3)	155
1992	5.104	5.480	(376)	(278,9)	164	(114,9)	5
1993	5.417	5.751	(334)	(145,1)	364	(509,1)	93
1994	5.946	6.285	(339)	61,9	398	459,9	107
1995	5.972	6.665	(693)	(355,8)	934	578,2	78
1996	6.091	7.160	(1.069)	(445,2)	865	419,8	118
1997	6.469	7.650	(1.181)	(511,4)	1.775	1.263,6	150
1998	7.017	8.262	(1.245)	(577,8)	1275	697,2	70

Fuente: Fondo Monetario Internacional y JP Morgan

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Con respecto a la apertura de esta economía, la misma es notable: el coeficiente de apertura comercial supera el 150% del PIB desde 1992, aunque el creciente saldo comercial ha estabilizado el déficit de cuenta corriente por encima del 4% del PBI desde 1995. Sin embargo, el notable flujo de capitales permitió revertir el saldo de la balanza de pagos y desde 1994 el salto positivo del mismo ha sido también espectacular:

AÑO	Índice de apertura (Export.+Import.) / PIB	Saldo comercial/PIB	Saldo Cuenta corriente (% PIB)	Saldo Cuenta de Capital (% PIB)	Saldo Balanza de Pagos (%) PIB
1989	120%	-2.6%	2.2	-7.5%	-5.3%
1990	127%	-2.9%	3.8	0.9%	4.7%
1991	149%	-6.8%	(3.7)	-1.7%	-5.4%
1992	159%	-5.7%	(4.2)	2.5%	-1.7%
1993	154%	-4.6%	(2.0)	-5.0%	-7.0%
1994	158%	-4.4%	0.8	5.1%	5.9%
1995	160%	-8.8%	(4.5)	11.8%	7.3%
1996	161%	-13.0%	(5.4)	10.5%	5.1%
1997	163%	-13.6%	(5.9)	20.5%	14.6%
1998	167%	-13.6%	(6.3)	13.9%	7.6%

Fuente: Fondo Monetario Internacional y JPMorgan

El atractivo de la banca off-shore explica el comportamiento notable de la cuenta de capital con posterioridad al efecto “Tequila” y las crisis de Asia y Rusia. Obsérvese que en los períodos de crisis globales es cuando el cociente saldo de la cuenta de capital/PBI más que duplica los niveles previos a 1995, desapareciendo (al menos hasta ahora) las salidas netas de capitales.

Por otra parte, las cuentas fiscales han tendido a estabilizarse gracias a una actitud extremadamente prudente. Las autoridades que estuvieron en ejercicio del poder desde 1994 han logrado reducir el *stock* de deuda externa a corto plazo de US\$ 3.000 millones a menos de la mitad, aumentando la deuda externa de largo plazo de US\$ 3.923 millones a US\$ 6.327 millones. Hoy la deuda externa sigue en niveles elevados con respecto al PIB (más del 80% del PIB), aunque es el nivel más bajo desde 1989, en que el stock de deuda externa era casi el 128% del PIB:

AÑO	Deuda externa a corto plazo (US\$ mill.)	Deuda externa a largo plazo (US\$ mill.)	TOTAL	Deuda corto plazo/deuda total	Deuda Externa/ PIB
1989	2,063.0	3,935.0	5,998.0	34.4%	127.9%
1990	2,418.0	3,988.0	6,406.0	37.7%	118.6%
1991	2,599.0	3,918.0	6,517.0	39.9%	110.5%
1992	2,605.0	3,771.0	6,376.0	40.9%	96.0%
1993	3,046.0	3,799.0	6,845.0	44.5%	94.4%
1994	3,051.0	3,923.0	6,974.0	43.7%	90.2%
1995	2,900.0	4,094.0	6,994.0	41.5%	88.5%
1996	1,400.0	5,498.0	6,898.0	20.3%	83.7%
1997	1,350.0	6,021.0	7,371.0	18.3%	85.0%
1998	1,300.0	6,327.0	7,627.0	17.0%	83.2%

Fuente: Fondo Monetario Internacional y JPMorgan

Las autoridades han logrado reducir la magnitud de la deuda con relación al PIB, pero sus servicios en relación a las exportaciones más que duplican al nivel de principios de la década. Igualmente, el aumento notable de las reservas internacionales (en 1998 alcanzó a un nivel casi 10 veces superior al de 1989) y la estrategia de reducir el *stock* de la deuda de corto plazo permitió a las autoridades lograr que las reservas alcancen a cubrir el 86% de los servicios de la deuda de corto plazo:

AÑO	Servicios deuda pública externa/ exportaciones	Reservas internacionales (US\$ mill.)	Reservas / PIB (%)	Reservas/ Deuda externa de corto plazo
1989	10.0	119.0	2.5%	6%
1990	15.9	344.0	6.4%	14%
1991	16.1	499.0	8.5%	19%
1992	53.1	504.0	7.6%	19%
1993	12.8	597.0	8.2%	20%
1994	19.1	704.0	9.1%	23%
1995	31.1	782.0	9.9%	27%
1996	28.5	900.0	10.9%	64%
1997	38.4	1,050.0	12.1%	78%
1998	24.9	1,120.0	12.2%	86%

Fuente: Fondo Monetario Internacional y JPMorgan

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

La gestión financiera ha sido exitosa, mantenimiento de superávits fiscales con crecimiento sostenido del PIB, la inversión, y el comercio exterior.

El gobierno que asumió en 1994 ejecutó un programa de reformas económicas basadas en la reducción del déficit fiscal, la reestructuración de la deuda externa y la implementación de reformas orientadas hacia una economía de libre mercado. Las medidas más recientes incluyen una sustancial liberalización comercial, la privatización de empresas proveedoras de servicios públicos y la introducción de reformas para modernizar la legislación bancaria.

Entre 1994 y 1997 el gobierno panameño vendió el 49% de las acciones del Estado en la empresa telefónica estatal, concesionó los dos mayores aeropuertos y un depósito de petróleo y derivados, y brindó apoyo a la inversión privada en proyectos portuarios y carreteros. La protección comercial fue reducida a través de la rebaja de los aranceles a la importación y a eliminación de las barreras para-arancelarias. También se desregularon los servicios públicos, se reformó la legislación laboral para inducir mayor flexibilidad y movilidad laboral, y se procederá a transformar la caja suplementaria de jubilaciones de los empleados públicos en un sistema de capitalización de aportes voluntarios.

La baja del crecimiento económico de la primera mitad de 1998 se debió básicamente a las turbulencias financieras de los países emergentes y al impacto negativo que la sequía provocada por El Niño tuvo sobre la agricultura, la electricidad y la provisión de agua potable. (J.L. Moreno 1999)

De acuerdo con los últimos informes del Fondo Monetario Internacional, la política económica del nuevo gobierno privilegia al mantenimiento de la prudencia fiscal, la reducción de la carga de la deuda externa del gobierno, la continuación de las privatizaciones y la citada reforma del sistema jubilatorio para los empleados públicos. Los objetivos para la economía real son de sostener tasas de crecimiento del PIB del 5% anual a partir de tasas de inflación no superiores al 1,5% anual.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Las autoridades ya adelantaron la privatización de siete usinas eléctricas y han casi concluido los preparativos para la privatización de la empresa proveedora de agua potable.

Otra importante reforma a ser concretada en 1999 es la modernización de la legislación bancaria, orientada hacia la mejora del sistema de supervisión prudencial. También se espera que se apruebe un nuevo marco legal para la Bolsa local. El FMI ha recomendado la aprobación de la legislación necesaria para reemplazar al Banco de Desarrollo Agrícola por un programa nuevo y más eficiente de extensión de créditos a pequeños empresarios agrícolas y una vigilancia más cuidadosa del Banco de Ahorro para asegurar su operatoria más eficiente. (J.L. Moreno 1999)

Un aspecto a tener en cuenta en la experiencia panameña es el que la función de supervisión prudencial está a cargo de una agencia gubernamental independiente del Ministerio de Finanzas, la cual efectúa supervisión prudencial de los bancos.

La calificación de riesgo crediticio es envidiable: para todas las calificadoras la deuda soberana, Panamá tiene mejor “nota” que los países más grandes de la región, Argentina y Brasil, y para Moody’s es “investment grade”:

	Moody’s	S& Poor’s	Fitch-IBCA
Panamá	Ba1	BB+	BB+
Argentina	Ba3	BB	BB
Brasil	B2	BB-	BB-

III. El proceso de dolarización de la economía ecuatoriana

III.1 Características de la economía del Ecuador.

La economía ecuatoriana es típicamente pequeña y abierta. Su población se aproxima a los 12,2 millones de habitantes, su Producto Interno Bruto, que se acercaba a los 20.000 millones de dólares en 1998, ha sufrido una fuerte contracción en 1999 y se estima que solamente ascendió a los 13.664 millones de dólares. Igualmente, su PIB per cápita, que llegaba en 1998 a los 1.619 dólares, en 1999 fue de sólo 1.101 dólares.

La producción está repartida en un 30,7 en el sector primario, del cual aproximadamente la mitad corresponde a explotación de petróleo, un 19,6% para el sector secundario y un 49,7% en el sector servicios.

Desde 1980, el crecimiento económico en el Ecuador ha sido insignificante, y en general se pueda firmar que en promedio, los últimos 20 años corresponden a un estancamiento permanente de la economía, con importantes distorsiones macroeconómicas. Los indicadores económicos primarios así lo demuestran. Pero lo más grave es que el ingreso per cápita en los últimos 20 años ha decrecido a un promedio anual del -0,7% y en 1999 este indicador muestra un retroceso que podría comprometer no solamente la estabilidad económica del país, sino también su característica tranquilidad social.

Una nación, cuyo ingreso per cápita se ha detenido 20 años, o lo que es peor, ha perdido dos décadas de progreso económico, presenta sin duda profundas disparidades sociales e importantes desequilibrios macroeconómicos.

En efecto, si observamos el proceso inflacionario del Ecuador, el cual aunque no ha sido hiperinflacionario, vemos que ha mantenido tasas crónicas, lo que ha conducido a una inflación acumulada desde 1980 del 44.000 por ciento.

Lo señalado es más evidente cuando se observa el deterioro del poder adquisitivo de la moneda nacional, el sucre. Si se toma por ejemplo una muestra de algunos bienes y

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

servicios comunes tenemos que, mientras en 1980 una entrada a un partido de fútbol costaba 15 sucres, hoy cuesta 25.000. Es decir, la inflación acumulada de este tipo de servicio es de 166.657%. Igual para un pan bagette, el cual costaba 6,50 sucres y actualmente vale 5.000, la inflación acumulada en 20 años es de 76.823%. Más dramático es el caso de la gasolina, la cual ha subido en 299.567% desde 1980. Estas referencias son deprimentes cuando se observa que en este lapso de tiempo los salarios mínimos solo se han incrementado en 25.375%. (G. Arteta 1999)

	PIB MILLONES US\$	POBLACION MILES	PIB PER CAPITA US\$	TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB PER CAPITA %
1980	11.733	7.765	1.511	
1981	13.946	8.183	1.704	12,8
1982	13.354	8.409	1.588	(6,8)
1983	11.114	8.638	1.287	(19,0)
1984	11.510	8.868	1.298	0,9
1985	11.890	9.099	1.307	0,7
1986	10.515	9.930	1.059	(19,0)
1987	9.450	9.561	988	(6,7)
1988	9.129	9.794	932	(5,7)
1989	9.714	10.029	969	4,0
1990	10.569	10.264	1.030	6,3
1991	11.525	10.502	1.097	6,5
1992	12.430	10.741	1.157	5,5
1993	14.540	10.981	1.324	14,4
1994	16.880	11.221	1.507	13,8
1995	18.006	11.460	1.571	4,3
1996	19.157	11.698	1.638	4,3
1997	19.760	11.937	1.655	1,0
1998	19.710	12.175	1.619	(2,2)
1999	13.664	12.411	1.101	(32,0)

Fuente: Banco Central del Ecuador

La tabla presentada nos muestra con lamentable claridad que el Ecuador ha perdido dos décadas de desarrollo, lo cual en realidad es más drástico si se deflactara el dólar, porque en los Estados Unidos, aunque mínimamente, ha habido inflación en estos 20 años. Como se observa, el producto per cápita de los ecuatorianos es ahora menor al que obtenían en 1980 en cerca de 400 dólares.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

A estas pérdidas notables en crecimiento se suman, como señalamos antes, la inflación (superior siempre al 20% anual), la volatilidad cambiaria y las altas tasas de interés, que han caracterizado dramáticamente a la economía ecuatoriana de esta época, como se evidencia en la tabla que se presenta más adelante.

Pero si la economía ecuatoriana ha tenido un pobre desempeño en las últimas dos décadas, la crisis se ha profundizado con vehemencia el año 1999. Un indicador que confirma lo señalado es el tipo de cambio. Al momento en que se escribía este trabajo se cotiza el dólar de los Estados Unidos a 17.200 sucres, lo que significaba que solo en 1999 la divisa ecuatoriana se ha devaluado en 152%. Adicionalmente, el Ecuador ostentaba la más alta tasa de inflación de la región latinoamericana y tenía la moneda mayormente devaluada en el Continente en lo que va del año.²⁴

A lo señalado hay que sumar que, de acuerdo a cifras del INEC (Instituto Nacional de Estadísticas), al momento el desempleo afecta al 18,2% de la Población Económicamente Activa (aproximadamente 3'800.000 personas), lo que significa que 690 mil personas en edad de trabajar no tienen empleo. El subempleo (la informalidad) está constituido por el 54,4% de la PEA, 2 millones de personas, y solo el 27,4% tienen un empleo formal. De manera que solamente 3 de cada 10 ecuatorianos en edad de trabajar tienen un empleo formal, 5 están en el subempleo (en la marginalidad), y dos carecen de fuentes de ingresos. Lo que quiere decir que el desempleo sumado al subempleo o empleo informal alcanza en el Ecuador la inverosímil cifra del 72,6%.

Asimismo, los niveles salariales se encuentran notablemente deprimidos, especialmente debido a la devaluación acelerada del sucre. Así tenemos que, si en enero de 1999 el salario mínimo vital llegaba a 134,18 dólares, en octubre equivalía a 64,12 dólares. Los salarios medios que alcanzaban a comienzos de año los 2.102,9 dólares, al momento equivalen a 867,25 dólares, y los salarios altos que ascendían a 7.009,6 dólares, ahora equivalen a 2.890,8 dólares. Cabe señalar que aproximadamente el 50% de la PEA percibe salarios inferiores al mínimo.

²⁴ El Comercio, Semanario Líderes, Quito, 18 de octubre de 1999

	INFLACIÓN VARIACIÓN % ANUAL	COTIZACIÓN SUCRES POR US\$	INDICE TIPO DE CAMBIO REAL 1994 = 100	TASAS INTERÉS NOMINALES ACTIVAS (30 DIAS)
1989	75,6	654,84	113,57	49,33
1990	48,5	886,89	123,25	53,94
1991	48,7	1.283,16	119,14	55,82
1992	54,6	2.000,00	119,83	56,51
1993	45,0	2.029,00	105,42	47,25
1994	27,3	2.297,00	100,00	56,72
1995	22,9	2.922,00	101,15	72,34
1996	24,4	3.627,00	102,04	45,25
1997	30,7	4.438,00	97,57	35,32
1998	36,1	6.521,00	97,08	58,50
1999 enero	42,3	7.119,00	108,34	97,58
1999 febrero	39,7	7.669,00	113,40	76,51
1999 marzo	54,3	11.049,00	134,19	79,28
1999 abril	56,1	9.071,00	114,58	81,86
1999 mayo	54,7	9.579,00	107,66	68,14
1999 junio	53,1	11.905,00	127,30	68,76
1999 julio	56,5	11.645,00	132,11	63,63
1999 agosto	55,3	11.070,00	126,59	62,47
1999 setiembre	50,4	12.991,00	134,37	62,39
1999 octubre	47,2	16.419,00	167,64	61,98
1999 noviembre	53,4	17.852,00	175,76	66,22
1999 diciembre	60,7	18.287,00	173,37	75,00

Fuente: Banco Central del Ecuador

Con semejantes niveles de inflación, de volatilidad cambiaria y de tasas de interés activas superiores a la tasa de inflación en más de 20 puntos porcentuales en varias ocasiones, así como con un crecimiento económico per cápita negativo, resulta más que evidente que los agentes económicos del Ecuador, con una mínima racionalidad, buscaran proteger sus activos monetarios mediante un acelerado proceso de dolarización, el cual ha llegado a superar el 60%, como veremos más adelante.

Pero el año 1999 ha estado marcado también por una crisis financiera sin precedentes en la economía ecuatoriana. Los 20 últimos años de recesión e inestabilidad han tenido como detonante culminante a una quiebra generalizada del sistema financiero del país. Dicha quiebra tiene un costo superior a los 1.500 millones

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

de dólares, cerca del 10% del Producto Interno Bruto, y 15 bancos, 2 financiera y una mutualista han pasado a poder del Estado.

Gracias al seguro de depósito que compromete al Banco Central a través del mecanismo de prestamista de última instancia, las pérdidas del sistema financiero han sido socializadas con la plena vigencia llamado riesgo moral. El total de los activos estatizados equivalen al 59,08 por ciento del sistema, con un elevadísimo costo para la caja fiscal que prevé un déficit del 7,5% del PIB para 1999.

Pero a los malos indicadores presentados se suma un importante deterioro de las cuentas externas. En efecto, la reserva monetaria internacional se encuentra en franco retroceso y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en 1998 equivalía a más del 10% del Producto Interno Bruto de ese año, como se observa a continuación.

	Exportaciones US\$mlls	Importaciones US\$mlls	Saldo comercial US\$ mlls	Saldo Cta. Cte. US\$ mlls	Saldo Cta. Ktl. US\$mlls	Saldo R.M.I. US\$mlls	Exp+Mi / PIB %
1989	2.354	1.692	662	-715	1.094	203,4	41,7
1990	2.724	1.715	1009	-360	760	603,3	42,0
1991	2.851	2.208	643	-708	865	760,4	43,9
1992	3.101	2.083	1018	-122	144	781,8	41,7
1993	3.066	2.474	592	-678	1.150	1.253,8	38,1
1994	3.843	3.282	561	-681	1.139	1.711,7	42,2
1995	4.411	4.057	354	-735	580	1.556,6	47,0
1996	4.900	3.680	1220	111	163	1.831,5	44,8
1997	5.264	4.666	598	-714	976	2.093,4	50,3
1998	4.204	5.144	-940	-2.119	1.724	1.698,3	47,4
1999	4.194	2.601	1.589	879	-1.302	1.275,8	49,7

Fuente: Banco Central del Ecuador

Adicionalmente, en 1998, por primera vez en la década, el saldo de la balanza comercial registró un saldo negativo, cuestión de difícil ocurrencia en un país "petrolero" como es el Ecuador, pues el 15% su PIB corresponde al hidrocarburo. Claro está, los precios del petróleo ecuatoriano en 1998 tuvieron una importante caída en los mercados internacionales, llegando a cotizarse a un promedio de 8 dólares el barril.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

A lo indicado hay que agregar la débil composición de las exportaciones, sustancialmente materias primas y alimentos con bajo valor agregado, sujetas a innumerables problemas naturales (sequías, enfermedades de las plantaciones, fenómeno de El Niño, etc.) y con alta volatilidad de precios en el mercado internacional.

Por ejemplo, para 1998, el 22,3% de las exportaciones eran petróleo, el 25,8% banano y plátano, el 20,6% camarón; es decir, casi el 70% de los bienes vendidos por el Ecuador al resto del mundo correspondían a tres productos caracterizados por alta volatilidad en sus precios (típicamente el petróleo) y sujetos a cuotas (como el banano en la Comunidad Europea).

Con estos indicadores, es muy fácil darse cuenta rápidamente que la economía ecuatoriana se encuentra en un momento especialmente crítico, lista para someterse a un proceso de alta cirugía. Se vuelve urgente la toma de medidas de política económica radicales, que eliminen la inflación, restablezcan el equilibrio y dinamicen el crecimiento de manera ordenada, porque el déficit de cuenta corriente normalmente corresponde a pobres comportamientos en las finanzas públicas.

Pero a la crítica situación exhibida se suma el problema de la deuda externa, que para el caso ecuatoriano tiene características descomunales, pues supera el 110% del PIB para 1999. Solo a los pagos del servicio de dicha deuda (intereses y amortización) en ese año, se tuvieron que destinar un equivalente al 15% del Producto Interno Bruto, algo por demás insostenible. Esto ha provocado que el Ecuador sea el primer país del mundo en declararse en moratoria del servicio de los bonos Brady, lo que le traerá consecuencias impredecibles de cara a sus relaciones con el sistema financiero internacional. El siguiente cuadro nos ilustra sobre lo señalado.

RESULTADO OPERACIONAL S. PÚBLICO. MILES MILLONES	DEUDA PÚBLICA EXTERNA US\$ MILLONES	DEUDA PÚBLICA EXTERNA /PIB %	SERVICIO DEUDA (INTERESES Y AMORTIZACION) US\$	DEUDA PRIVADA EXTERNA US\$ MILLONES
---	--	---	---	--

	SUCRES			MILLONES	
1989	-62,2	11.365,9	117,01	1.138,3	119,3
1990	38,2	12.052,0	114,03	1.255,8	158,2
1991	-68,0	12.629,5	109,58	1.253,1	163,5
1992	-223,8	12.537,0	100,87	1.298,9	165,9
1993	-28,9	13.025,0	89,58	865,2	254,8
1994	218,6	13.757,8	81,50	934,0	602,7
1995	-522,1	12.378,9	68,76	1.261,6	828,4
1996	-1.796,6	12.628,0	65,92	1.127,1	1.555,1
1997	-2.016,0	12.579,1	63,66	1.645,7	1.958,1
1998	-6.157,3	13.240,8	68,15	1.233,3	2.520,1
1999	-7.383,0	13.741,1	100,56	1.486,4	2.034,1

Fuente: Banco Central del Ecuador

Pero a la problemática de la deuda externa debemos sumar el endeudamiento estatal interno efectuado también en dólares, que para agosto de 1999 ascendía a 2.501 millones de dólares. Este endeudamiento se contrató en moneda fuerte, especialmente el año anterior y el actual, con la finalidad de cubrir los crecientes déficits de la caja fiscal generados por el propio servicio de la deuda externa y el salvataje al sistema financiero.

En adición a la deuda pública se suma la deuda privada, la cual para octubre de 1999 alcanza los 3.250 millones de dólares. Esta deuda se ha vuelto insostenible porque, debido a la recesión y a la quiebra financiera, la inversión en este sector ha caído en un 27,2%. Además, se estima que entre el 80 y 85 por ciento de los créditos concedidos por el sistema financiero nacional al sector productivo privado son irre recuperables debido a las altas tasas de interés y al comportamiento explosivo del dólar (50% de este crédito se lo concedió en esta divisa). Asimismo, la inversión extranjera ha disminuido en 16%. Solamente en 1999 se han cerrado aproximadamente 3.000 empresas y se han despedido a aproximadamente 200 mil trabajadores que engrosan las filas de la desocupación y el subempleo.²⁵

Las condiciones actuales de la economía ecuatoriana son en general de extrema fragilidad. Nunca antes en la historia republicana del país (170 años) se había llegado a los niveles actuales de pobreza (UNICEF advierte que en el año 2000 el 50% de la

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis población ecuatoriana vivirá en condiciones de miseria), desempleo, abandono social, devaluación monetaria, quiebras financieras y caída contundente del producto (desde que existen estadísticas en el Ecuador nunca había caído el PIB per cápita de manera tan contundente).

Los resentimientos, el hambre, la necesidad y la desesperanza podrían empujar a la sociedad civil ecuatoriana a la protesta violenta con consecuencias políticas, sociales y económicas incalculables.

Por otra parte, a pesar de la recesión económica, el crecimiento de la emisión monetaria en 1999 llegó al 124%. Esta emisión, claro está, es inorgánica. El M1 y la base monetaria crecieron en 94% y 119% respectivamente, lo cual permite avizorar que el Ecuador se encontraba a las puertas de la hiperinflación. Existía demasiada liquidez para una producción en caída.

Sectorialmente, en 1999, la construcción cayó en -8%, los servicios financieros en -5,5%, la industria en -2,2%, el comercio en -3%, las exportaciones no tradicionales en un -25% y las importaciones en un -50,6%. Igualmente, las exportaciones totales disminuyeron en un -8,47%.

En lo que se refiere al sector financiero, entre agosto de 1998 y agosto de 1999, el descenso de las cuentas bancarias ha sido la tendencia. La liquidez de los bancos se ha reducido a la mitad, de 1.600 millones de dólares a 860 millones en un año. Los créditos totales han retrocedido en un 40%, la cartera vencida ha pasado de 300 millones de dólares a 1.100 millones, un aumento de más del 300%. Los depósitos totales se han reducido en 33%, pues pasaron de 5.100 millones de dólares a 3.400 millones. Los depósitos a la vista han sufrido la mayor corrida, disminuyendo en un 44% y los depósitos a plazo han bajado en un 16%.²⁶

²⁵ Superintendencia de Compañías. Informe del Superintendente de Compañías, Documento de uso interno, Quito, octubre de 1999

²⁶ Banco Central del Ecuador. Información Estadística mensual, septiembre de 1999, publicación disponible en: www.bce.fin.ec

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

En marzo de 1999, las autoridades monetarias del Ecuador decidieron congelar los fondos privados en la banca. Esta medida buscaba evitar una crisis de liquidez del sistema financiero ante la corrida de depósitos que generó el tributo a la circulación del dinero, puesto en vigencia en reemplazo del eliminado impuesto a la renta. El mencionado congelamiento ha acelerado la desconfianza del público y ha provocado que los depósitos en la banca off-shore alcancen los 755 millones de dólares y se produzca una fuga de capitales incalculable, con lo que se ha ahondado la quiebra de la banca. De hecho, el patrimonio de los bancos ha disminuido en un 20% y la mayoría de estas instituciones han declarado pérdidas en el primer semestre de 1999.

Sin lugar a dudas, la economía ecuatoriana se encuentra sumida en una profunda crisis y, precisamente, una de sus más claras expresiones es la pérdida de las funciones del dinero por parte de la unidad monetaria del país, el sucre, pues, los agentes tienen una marcada preferencia por el dólar de los Estados Unidos para usarlo como unidad de cuenta, reserva de valor y medio de cambio y de pago, esto es, como moneda genuina. Con estos antecedentes, a continuación veamos el proceso de dolarización informal vivido por el Ecuador en los últimos años y, dadas las circunstancias descritas, examinemos la propuesta de dolarizar oficialmente su economía.

III.2 La dolarización informal de la economía ecuatoriana

La forma ideal para medir la dolarización informal de un país debería considerar todos los saldos en moneda extranjera en poder de los residentes domésticos. Sin

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis embargo, existen problemas al momento de medir el grado de dolarización debido a las limitaciones de información. (M. Rojas – A. Valle 1998)

Se pueden distinguir dos procesos de dolarización que obedecen a motivos por los cuales se demandan activos en moneda extranjera: la sustitución de moneda y la sustitución de activos.

Como señalamos al principio, la sustitución de moneda ocurre cuando el dólar es utilizado como medio de pago; en este sentido, los agentes dejan de utilizar la moneda nacional para sus transacciones. La sustitución de activos se presenta cuando los activos denominados en dólares se utilizan como parte integrante de un portafolio de inversiones o como reserva de valor.

Ahora bien, varios indicadores nos permiten estimar el grado de dolarización de una economía, así tenemos que para determinar la sustitución monetaria es importante analizar del comportamiento de los depósitos monetarios en moneda extranjera en relación a los depósitos monetarios totales; para evidenciar la sustitución de activos es fundamental analizar el comportamiento del cuasidinero, que incluye justamente las captaciones bancarias a plazo en moneda nacional y extranjera conformada por la suma de depósitos de ahorro, plazo, operaciones de reporto, etc. Un indicador adicional es que tiene que ver con la cartera de préstamos, especialmente cuando estos están otorgados en dólares.

El siguiente cuadro nos evidencia en qué medida la economía ecuatoriana está dolarizada informalmente tanto en lo que se refiere a sustitución monetaria, como sustitución de activos y préstamos. Se debe tener en cuenta que de acuerdo al Fondo Monetario Internacional (1998), una economía es altamente dolarizada si las relaciones mencionadas superan el 30%.

	DEP. MONEDA EXTRANJERA/DEP. TOTALES %	CUASIDINERO MONEDA EXTRANJERA/ CUASIDIN TOTAL %	CARTERA MONEDA EXTRANJERA/CART ERA TOTAL %
1989	14,7	9,7	1,9
1990	13,3	7,4	1,6

1991	14,5	7,5	3,0
1992	20,0	10,8	6,8
1993	16,9	12,6	13,4
1994	15,6	15,7	20,3
1995	19,2	24,3	28,3
1996	22,3	28,0	32,8
1997	23,6	36,9	45,1
1998	36,9	43,9	60,4
1999	53,7	47,4	66,5

Fuente: Banco Central del Ecuador

Como claramente se observa, el Ecuador ha pasado en 10 años de ser una economía poco dolarizada a una economía altamente dolarizada, tanto desde el lado de la sustitución monetaria como de la sustitución de activos y cartera, especialmente a partir de 1995, año en que habría comenzado la crisis actual

Estas cifras no incluyen el monto de billetes dólares que circulan en el país ni los depósitos en la banca ecuatoriana off–shore. Según F. Zalles, los depósitos en dólares del sistema financiero ecuatoriano incluyendo los bancos off– shore totalizarían un 60% del total de los pasivos existentes en el país.

Sin lugar a dudas, los agentes económicos del Ecuador han reemplazado al sucre como unidad de cuenta, medio de pago y de cambio, y como reserva de valor. El grueso de las transacciones importantes y la mayor parte del crédito que ofrecen los bancos se realiza en dólares. Igualmente, la mayoría del ahorro financiero nacional se efectúa en esa divisa, eso sin contar con los dólares guardados en cajas de seguridad y en los domicilios y los que circulan en manos de los cambistas informales.

Ciertamente son factores de orden macroeconómico, desequilibrios profundos que hemos resaltado anteriormente, los que han llevado a la economía ecuatoriana a un proceso acelerado de dolarización desde el lado de la demanda.

Pero al margen de los factores señalados, se pueden identificar algunos elementos de orden institucional que han acentuado el proceso de dolarización de la economía ecuatoriana. Entre estos se encuentra la reforma a la Ley General de

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Instituciones Financieras promulgada en 1994,²⁷ que entre otros aspectos motivó el desarrollo de nuevos instrumentos financieros denominados tanto en moneda local como en extranjera. (M. Rojas – A. Valle 1998)

Adicionalmente, en el país existe la posibilidad de tener cuentas de ahorro y depósitos a la vista en moneda extranjera, así como depósitos en oficinas off-shore de bancos nacionales.

En el Ecuador no existe restricción para depósitos en moneda extranjera, a excepción de declarar el origen de los recursos cuando el monto a depositarse supera los 2.000 dólares debido al tema del lavado de dinero.

Otra reforma que impulso el ahorro en dólares en el país fue la unificación del encaje al 12% tanto para los depósitos en moneda nacional o extranjera. Esta medida significó una reducción de 25 puntos porcentuales en el coeficiente correspondiente a los depósitos en moneda extranjera.

Pero más allá de los factores institucionales, son las causas económicas las que impulsan fundamentalmente a los agentes a sustituir la moneda local por la moneda extranjera. Como hemos observado, en el Ecuador las décadas de los 80 y los 90 han estado caracterizadas por una constante inestabilidad macroeconómica, fruto de programas de estabilización carentes de credibilidad y la presencia de shocks de orden interno y externo, como la caída del precio del petróleo, catástrofes naturales, inestabilidad política, quiebra bancaria, etc.

Al final del milenio, el Ecuador se encuentra con una economía en caída libre, en la que el sistema de precios ha dejado de funcionar. La elevada inflación y la volatilidad en el tipo de cambio han provocado enormes pérdidas de eficiencia y costos muy elevados en el sistema productivo.

La inestabilidad económica junto con la creciente dolarización informal de los últimos años han distorsionado gravemente los precios relativos, a tal punto que se ha

²⁷ Ley No. 52 publicada en el Registro Oficial No. 439 del 12 de mayo de 1994

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

vuelto casi imposible hacer comparaciones de precios de entre bienes y servicios. Los precios en este momento en el Ecuador se fijan en sucres, dólares, certificados de depósito, unidades de recursos. Por ejemplo, si se va a pagar un electrodoméstico (una licuadora) le cobran S/. 405.000 si paga en sucres, o entre S/. 445.500 o S/ 506.250 si paga en certificados de depósito (papeles entregados por los bancos por los depósitos congelados en marzo) o US\$ 30 si paga en dólares (G Arteta 1999). Así las señales que brindan los precios relativos en una economía de mercado son tan distorsionadas que los agentes evitan realizar transacciones, deprimiendo aún más la actividad económica.

La inflación acumulada ha llevado a que las cifras que se manejan en sucres sean tan grandes que rebasan la capacidad de cálculo para el común de las personas, quienes prefieren usar el dólar. Consciente o inconscientemente, los agentes fijan los precios o pactan los contratos en dólares porque es más fácil trabajar con denominaciones como 25.000 dólares que 430 millones. En otras palabras, la demanda de dólares ya no es solo para protegerse de la pérdida del valor del sucre, sino también para hacer cálculos y realizar pagos.

Las bondades del sistema de precios están erosionadas. La economía de mercado, monetaria y moderna no puede funcionar en estas circunstancias. Lo único que puede restablecer la producción, el comercio y el consumo es un cambio fundamental en el sistema monetario ecuatoriano. A este tenor, la propuesta que hace a continuación es la dolarización formal de la economía del Ecuador.

III.3 La dolarización oficial de la economía ecuatoriana

Varios analistas en América Latina y en el Ecuador específicamente consideran que previa a la implementación de la dolarización formal se requieren de ciertas condiciones o requisitos como un elevado nivel de reservas internacionales, un sistema

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis bancario y financiero solvente, equilibrio en el sector fiscal y externo de la economía y flexibilidad laboral. ²⁸

Sin embargo, si estas condiciones existieran, tendría poco sentido dolarizar formalmente la economía, puesto que significaría que la política monetaria discrecional habría sido la correcta e iba por el sendero de la estabilidad. Los agentes económicos habrían incorporado estas condiciones a sus expectativas.

La dolarización formal es una medida extrema y tiene sentido precisa y justamente porque el manejo económico ha causado crisis y solo un cambio de rumbo puede romper las expectativas inflacionarias y devaluatorias.

- **El proceso de dolarización formal**

La base monetaria o dinero de alta potencia es la emisión monetaria más los depósitos de los bancos en el banco central.

Para dolarizar se necesita por lo mínimo reemplazar los billetes sucres por billetes dólares, es decir, la emisión. También se debe tener suficiente cantidad de dólares para cubrir los depósitos de los bancos en el banco central y los bonos de estabilización monetaria (BEMs), por ser éstos pasivos fácilmente convertibles por los bancos en billetes a voluntad, aunque estos depósitos podrían ser reemplazados por bonos dólares.

Claro está, no se necesitan dólares billetes para cubrir todos los depósitos bancarios a la vista y a plazo, porque los depósitos son rubros contables, son entradas numéricas en los libros de los bancos, se convierten en billetes cuando un depositante retira sus fondos. En el mundo actual es imposible no tener cuentas bancarias y utilizar solo billetes. Por lo cual no es acertado considerar al M1 o al M2 para estimar los dólares requeridos.

²⁸ Para la propuesta de dolarización oficial de la economía ecuatoriana hemos recogido de manera amplia el trabajo F. López 1999

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Según las cifras del Banco Central, hay suficientes divisas en la Reserva Monetaria Internacional para sustituir no solo la base monetaria, sino las garantías de los bonos Brady y quedaría un remanente que podría servir como fondo de estabilización monetaria. El siguiente cuadro así lo demuestra.

	Base monetaria (millones de dólares)	Bonos de Estabilización (millones de dólares)	Total Base + BEMs (millones de dólares)	RMI dolarizable (millones de dólares)	Tasa de cambio (sucres por dólares)
10-I-2000	658.8	179.5	838.3	858.1	25.000
31-I-2000	615.8	191.6	807.4	852.0	25.000
29-II-2000	567.3	239.2	806.5	909.2	25.000
03-III-2000	610.8	203.7	814.5	906.0	25.000
10-III-2000	615.1	181.7	796.8	901.4	25.000
13-III-2000	748.4	12.0	750.4	863.2	25.000

Fuente: Banco Central del Ecuador

- **La dolarización formal paso a paso**

1ro. Determinar la tasa de cambio. Se anunciaría con 30 días de anticipación que se va a dolarizar oficialmente la economía y se dejaría flotar la moneda. Se escogería una tasa de cambio superior a la del mercado

2do. Adquisición de dólares billetes por parte del Banco Central. Aunque no se sabe qué cantidad de dólares serán necesarios hasta que se determine el tipo de cambio, el Banco Central debe proceder a transformar sus cuentas en divisas en dólares billetes de diferente denominación.

3ro. Acuñar monedas. Se deben acuñar monedas sucres en dimensiones y peso iguales a las monedas fraccionarias de los Estados Unidos.

4to. Intercambiar sucres por dólares. El día establecido, se comenzará a intercambiar los sucres en circulación por dólares. El inicio de la dolarización deberá ir acompañado de instrucciones tanto a los bancos como a todos los sectores de que toda contabilidad deberá ser llevada en dólares. Es decir, se dividirá el monto en sucres para la tasa de cambio a la que se lleve a cabo la sustitución monetaria.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

5to. Período de transición. Se deberá anunciar un prudente período de transición para esta transformación. Durante ese período también se reemplazará la cotización de sueldos y salarios de sucres a dólares. Terminado el período de transición todos los depósitos bancarios y todos los precios serán denominados en dólares.

6to. Congelamiento de todos los pasivos del Banco Central y dolarización de sus cuentas. Una vez que el Banco Central comience a entregar dólares a cambio de sucres, los bancos comerciales no podrán cobrar comisiones por convertir sucres a dólares. El Banco Central podrá continuar aceptando sucres a cambio de dólares por lo menos durante un año a la tasa de cambio establecida.

7mo. Nuevas funciones para el Banco Central. Cuando se haya terminado el proceso, el Banco Central dejará de ser la autoridad monetaria, aunque podrá seguir operando para otras funciones fiscales del gobierno, como agente para la recaudación de impuestos o para la adquisición o pagos de préstamos a terceros. También podrá convertirse en Banco Nacional y ser el agente financiero de las cuentas del gobierno. Podría mantener las operaciones de recolección y procesamiento de estadísticas y análisis económicos. Inclusive podría ser parte del sistema de supervisión bancaria.

- **Reformas Institucionales²⁹**

Adoptar un sistema de dolarización requiere un profundo cambio en las instituciones sociales, que son las encargadas de definir un marco general de acción para la conducta humana.

Una conducta es socialmente relevante cuando tiene incidencia en el resultado de un mercado, o a nivel agregado, como por ejemplo el efecto global de las operaciones del sector fiscal. Una constante tendencia al déficit público, que involucra acciones de

²⁹ Sobre las reformas institucionales, nos alineamos plenamente, y lo reproducimos para el caso de la dolarización, lo planteado por D. Mancheno, J. Oleas y P. Samaniego en su trabajo ya citado.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis legisladores, burocracia y autoridades monetarias, es el caso de una institución que modula en forma ineficiente la conducta de los agentes.

Un constante incremento del crédito neto otorgado por el Banco Central al sistema financiero implica una conducta de los agentes del sector bancario que repercute en el nivel de los medios de pago del sistema.

En presencia de dolarización formal, ni el resultado fiscal, ni el incremento del crédito al sector financiero ejemplificados, serían posibles. Tampoco se podrían cubrir deficiencias de competitividad recurriendo a devaluaciones monetarias.

La dolarización formal requiere de al menos cuatro condiciones de sustento.

En primer lugar, es necesario un conjunto de derechos de propiedad que facilite la especificación de los atributos económicos de los bienes intercambiados. En el caso ecuatoriano, la estructura del derecho de propiedad no está apropiadamente definida. El Estado utiliza capitales naturales (el petróleo) para solventar sus requerimientos de gasto corriente. Buena parte del cultivo del camarón se sustenta en el uso gratuito de áreas de propiedad pública sobre las cuales no ha sido posible establecer tributos. Asimismo, el Ejecutivo dispone de poder suficiente para conculcar el derecho de propiedad de los depositantes del sistema financiero, sin ninguna medida compensatoria, que permita determinar responsabilidades que contribuyan a atenuar los perjuicios ocasionados. La estructura de propiedad actual en el Ecuador, débil e inequitativa, no aporta a disminuir los costos de transacción.

En segundo lugar, se requiere establecer procesos de intercambio impersonales. Cuando las relaciones económicas son personalizadas, dependen de lazos de parentesco o están determinadas por lealtades subjetivas, se restringe la conducta de los agentes y se reduce la necesidad de conocer en detalle el contenido de las transacciones. Buena parte de la actividad empresarial del Ecuador se desarrolla en torno a lazos de parentesco, a vinculaciones de crédito y a intercambios personalizados. La estructura misma de los grupos económicos que operan en el país se sustenta en este conjunto de relaciones. Es usual que la administración y la gerencia de las empresas sea

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis encomendada a ejecutivos cuya principal característica es su pertenencia al conjunto de familias propietarias del grupo económico respectivo.

En tercer lugar, hacen falta mecanismos coercitivos. Toda sociedad necesita de un tercer agente que evalúe las disputas en forma imparcial y sin costo, otorgando compensaciones a las partes afectadas por las eventuales infracciones a los contratos. En este caso, el oportunismo y el fraude no pasarían. No obstante, contar con un sistema judicial imparcial, que garantice el cumplimiento de los contratos, es condición necesaria para definir la ruta del desarrollo económico. En el caso ecuatoriano esta característica es muy deficiente.

Una cuarta condición es la ideología. La incidencia de la ideología en la actividad económica es función directa del costo de respaldo a los contratos. Si estos pueden hacerse valer a escaso costo, no importa si la gente cree que las reglas de juego son o no imparciales; pero, puesto que el respaldo a los contratos tiene un costo, la ideología interfiere en las transacciones económicas.

La permanencia en el tiempo de una dolarización supone conductas de los agentes económicos acordes con las características aquí señaladas. La convergencia hacia ese tipo de conductas requiere de un firme consenso social.

En este escenario, los empresarios deben captar los incentivos para adquirir conocimientos, innovar y alentar empresas de riesgo y actividades creativas, abandonando el mercado político o la búsqueda de rentas, que permanecerán cerrados a los intereses particulares o de grupo.

La nueva arquitectura institucional para la dolarización debe minimizar la incertidumbre, con el propósito de crear incentivos que promuevan el apareamiento de empresarios shumpeterianos.

El comportamiento económico de los agentes debe basarse en el espíritu de empresa, la productividad, la creatividad, la competencia, y no la búsqueda de ingresos ajenos al mercado.

En el largo plazo, las instituciones dotan a los agentes de estabilidad y continuidad, desanimando los efectos de cambios en los precios relativos. Un escenario fiscal como el presentado entre 1998 y 1999 en el Ecuador, con supresión del impuesto a la renta, la instauración de un impuesto a la circulación de capitales y la sucesiva restauración del primero, contradice el sendero de estabilidad y continuidad requerido por los inversionistas.

Es urgente contar en el Ecuador con actividades de exportación auténticamente competitivas. La perdurabilidad de la dolarización supone explicitar que, a partir de su operación, el sector exportador tendrá, necesariamente, que generar competitividad gracias a incrementos de los rendimientos de capital, trabajo y tecnología, pues las devaluaciones desaparecen.

La viabilidad de la dolarización demanda la presencia de un marco institucional estable que genere confianza y promueva el crecimiento.

IV. Reflexiones finales y conclusiones

Los procesos de sustitución monetaria como la dolarización pueden tener orígenes distintos. La dolarización que hemos llamado por el lado de la oferta surge por ejemplo con la colonización de un país o cuando un Estado elige libremente como su moneda genuina la de otra nación. Tal es el caso de Panamá, el cual hemos analizado con amplitud en este trabajo.

Otro origen es el que surge por el lado de la demanda. Los individuos y empresas pasan a utilizar una moneda extranjera, al percibirla como refugio ante la pérdida de valor de la moneda nacional, en escenarios de alta inestabilidad de precios y de tipo de cambio.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Cuando la dolarización es fruto de la inestabilidad económica expresada en altos niveles de inflación y de volatilidad cambiaria, su reversión es poco probable y la experiencia empírica de los países latinoamericanos así lo demuestra, pues, a pesar de la aplicación procesos exitosos de estabilización, la dolarización no ha disminuido.

En general, para el caso de América Latina, la dolarización se explica por la inestabilidad macroeconómica, el escaso desarrollo de los mercados financieros, la falta de credibilidad en los programas de estabilización, la globalización de las economías, el historial de alta inflación y devaluación, los factores institucionales, entre otros.

Pero la sustitución de la moneda nacional por el dólar de los Estados Unidos en sus funciones básicas, unidad de cuenta, medio de pago y cambio, y reserva de valor, genera lamentables consecuencias en la economía en general y limita todas las posibilidades de acción de la política económica discrecional.

En efecto, en economías altamente dolarizadas de manera informal no existe la posibilidad de fijar un objetivo intermedio de política monetaria porque la cantidad de dinero está afectada por la presencia de dólares que no son susceptibles de ser controlados. El dólar es una parte importante del concepto de dinero y es imposible deducir a priori la composición de la demanda de dinero. De esta manera, el objetivo final de controlar la inflación a través de la oferta monetaria se convierte en un problema de tanteo, y el manejo de la política monetaria se vuelve absolutamente empírico.

Por otra parte, la política cambiaria pasa a tener total dependencia de si la dolarización se refiere a sustitución de moneda o sustitución de activos, o lo que es lo mismo, se da por motivos transaccionales o por diversificación de portafolios o reserva de valor. La teoría recomienda fijar el tipo de cambio si dicha dolarización se refiere a sustitución monetaria y, por el contrario, tener un tipo de cambio flexible o flotante si la sustitución monetaria se refiere a activos. Sin embargo, puede ocurrir, como en el caso ecuatoriano, que tanto la sustitución monetaria como la sustitución de activos y la de cartera crédito estén presentes. En todo caso, la dolarización informal genera presiones sobre el tipo de cambio en la medida que aumenta la demanda por moneda extranjera.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Asimismo, la dolarización informal distorsiona las tasas de interés. Las tasas de interés en moneda extranjera del país dolarizado son más altas que las del país emisor. Esto se debe a que, además del riesgo país, existe un diferencial causado porque los deudores generalmente obtienen ingresos en moneda nacional, lo que incrementa el riesgo de no pago ante posibles devaluaciones. Esto genera fragilidad en el sector financiero y su cartera podría volverse irrecuperable ante una devaluación monetaria.

Igualmente, la dolarización informal afecta de manera importante al Fisco y a su programación presupuestaria, pues reduce de manera importante la posibilidad de obtención de ingresos por señoreaje e impuesto inflacionario.

Finalmente, la dolarización informal deteriora los ingresos denominados en moneda local, normalmente correspondientes a sectores poblacionales pobres, con poca capacidad para defenderse de la inflación y de las devaluaciones sucesivas.

En definitiva, la dolarización informal es un grave problema en la medida que restringe el campo de acción de las políticas monetaria, cambiaria, fiscal, aumenta el riesgo cambiario y crediticio del sistema financiero y reduce el poder adquisitivo de los sectores poblacionales con ingresos fijos.

Una vez que se ha producido la sustitución monetaria y el dólar ha reemplazado a la moneda nacional en sus funciones, se podría elegir como política de reforma monetaria global la dolarización formal de la economía, que implica una sustitución del 100% de la moneda nacional por la moneda extranjera. De esta manera se restauraría la credibilidad, la estabilidad y se sentarían las bases mínimas para la recuperación económica y el crecimiento.

Las ventajas de una decisión de esta magnitud son varias y se logran en el corto tiempo. Entre otras tenemos a la particularización de los shocks exógenos, lo que significa que una pérdida en los términos de intercambio, por ejemplo, solo afecta al sector exportador y no a toda la sociedad. Igualmente, se tiende a igualar la tasa de inflación local con la de los Estados Unidos, históricamente baja. Lo propio ocurre con

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

las tasas de interés, lo que facilita la integración financiera e incrementa las posibilidades para el país más participe de los flujos de capitales internacionales.

Asimismo, con dolarización plena la disciplina fiscal se convierte en una condición sine qua non, pues desaparecen las posibilidades del cobro del impuesto inflacionario. La dolarización adicionalmente reduce el costo de transacción originado por la alta inflación y la volatilidad cambiaria, descubre problemas estructurales en la producción, cubiertos artificialmente por las políticas discrecionales, y produce beneficios sociales en tanto el poder adquisitivo de los ingresos fijos de empleados y jubilados no se deteriora.

Sin embargo, la dolarización oficial tiene costos que hacen referencia a la pérdida del señoreaje y, especialmente, a la capacidad de acción frente shocks exógenos. Sin embargo, la pérdida en cuanto a señoreaje se refiere equivale a apenas el 0,23% del PIB en el caso ecuatoriano, y las actuaciones discrecionales en política cambiaria y monetaria frente a los shocks exógenos han sido particularmente pro-cíclicas.

Un elemento importante para que la dolarización formal tenga credibilidad es la consecución de la autorización respectiva de la Reserva Federal de los Estados Unidos, de manera que dicha dolarización no tenga el carácter de unilateral y cuente con el respaldo del país que emite la moneda que se convierte en nacional.

La dolarización formal u oficial es sin duda una medida extrema. Tiene como precondiciones a la dolarización informal que es fruto de un largo proceso de inestabilidad e ineficiencia de las políticas económicas convencionales. La pérdida absoluta de confianza por parte de los agentes en las políticas anteriores plantea el desafío de la dolarización de jure.

Pero la dolarización es solo el paso inicial, aunque el más importante, para recuperar la confianza perdida, pues la credibilidad y la estabilidad en sí mismas no aseguran que un país llegue a la prosperidad y a la solución de sus problemas sociales. Pero la credibilidad y la estabilidad son condiciones absolutamente necesarias para alcanzar los objetivos de bienestar.

En apretado resumen, los beneficios de esta reforma son los siguientes.

1. Elimina definitivamente la incertidumbre cambiaria que desalienta a las inversiones y obstaculiza el movimiento de capitales desde y hacia el país.
2. Al eliminar el riesgo cambiario desaparece el diferencial entre tasas activas en moneda nacional y en dólares, convergiendo el costo del crédito al nivel de tasas en los Estados Unidos.
3. Al desaparecer la moneda nacional, los dólares mantenidos como reservas internacionales en el Banco Central pasan a manos del público, lo que reduce la posibilidad de que el Estado incremente sus déficits y que al incurrir en problemas de iliquidez se apropie de dichas reservas para financiar sus erogaciones. Asimismo, desaparece el impuesto inflacionario como mecanismo de financiamiento público.
4. Elimina toda posible indexación de precios y salarios de la economía, pues el público pasa definitivamente a pensar en dólares.
5. En el corto plazo, la estabilidad gestada por la dolarización oficial inducirá a un aumento del ahorro promedio de la población, con los consecuentes beneficios en la inversión y el crecimiento.
6. Se elimina la posibilidad de que el Banco Central actúe como prestamista de última instancia y desaparece el riesgo moral, los bancos se convierten en únicos responsables ante sus depositantes.

Ahora bien, a pesar de que existen más de una veintena de países dolarizados oficialmente, el caso más cercano y claro es el de Panamá, al cual le corresponde una dolarización por el lado de la oferta.

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

La economía panameña es plenamente dolarizada desde su fundación como país, a principios de siglo. El dólar de los Estados Unidos es su moneda genuina, de manera que sus ciclos se adaptan plenamente a los de la economía norteamericana.

El desempeño económico de Panamá es un ejemplo de estabilidad y crecimiento económico para América Latina. Salvo crisis políticas internas, como el caso Noriega, o reveses climáticos, como el fenómeno de El Niño, este país ha tenido durante los últimos 20 años una de las tasas de crecimiento económico per cápita más alta de la región, sin inflación y con estabilidad. Se ha convertido en un paraíso financiero con gran actividad comercial y con excelentes calificaciones en cuanto a riesgo país, superiores a las de los países más grandes de la región.

Sin duda Panamá sigue perteneciendo al denominado Tercer Mundo, pero sus perspectivas para el próximo milenio, teniendo en cuenta su trayectoria en los últimos diez años, son dignas de encomio.

Panamá nos muestra con claridad el funcionamiento de una economía con dolarización oficial y sus indicadores, los cuales hemos presentado en este trabajo con amplitud de cifras, nos evidencian estabilidad y crecimiento, objetivos máximos de toda política económica.

Por el contrario, la economía del Ecuador, sujeta a los vaivenes de la política discrecional, al manejo cambiario y monetario agresivo, nos muestra una situación de crisis, donde el ingreso per cápita ha decrecido a una tasa promedio anual del -0,7% en los últimos 20 años.

En el Ecuador la confianza ha desaparecido, la dolarización informal tiene plena vigencia y su moneda nacional, el sucre, ha dejado de cumplir con sus funciones como moneda genuina. Los agentes han perdido toda credibilidad en el Estado y en sus posibilidades como cumplidor de compromisos. Se trata de una economía donde los distintos gobiernos, u otras instituciones o entidades, se han apropiado de ingresos y riqueza de los ciudadanos a través de devaluaciones sorpresivas y el financiamiento con emisión de dinero de crecientes desequilibrios fiscales, resultantes de la falta de sujeción

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis a las restricciones presupuestarias y a la posibilidad de hallar individuos, bancos, estados u organismos internacionales que financien dichos déficits.

Todos los indicadores de la economía ecuatoriana son lamentables, alta inflación, volatilidad cambiaria, déficit comercial y de cuenta corriente, desempleo y subempleo superior al 70% de la PEA, quiebra generalizada del sistema financiero, endeudamiento externo superior al PIB, déficit fiscal del 7,5% del PIB y tasas de crecimiento del producto negativas superiores al -10% para 1999.

Solo una reforma monetaria profunda como la provista por la dolarización formal que aquí se propone, por ejemplo, y un cambio institucional general, podrán lograr que el Ecuador estabilice sus cuentas en el menor tiempo posible y enfrente los desafíos del tercer milenio con alguna perspectiva de progreso.

Pero para que la dolarización por ley sea sustentable y se mantenga en el tiempo, al menos para el caso del Ecuador, se requiere de:

- a) Una supervisión prudencial rigurosa.
- b) Un Estado que cobre impuestos en dólares, gaste en dólares, se endeude en dólares y cancele sus deudas en dólares.
- c) Un entorno jurídico que vuelva imposible a los municipios mantener crecientes déficits fiscales, pues el Gobierno Central no podrá financiarlos.
- d) Un Banco Central que deje de administrar activos externos, pasando a ser una entidad de regulación y supervisión del sistema bancario y del sistema de pagos, y de análisis de las variables macroeconómicas para impulsar el desarrollo.
- e) Una renuncia a las medidas discrecionales para controlar los flujos de capitales (cupos, impuestos, etc.)

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

- f) Una aceleración hacia la integración continental en el marco del Tratado para América del Norte (NAFTA) y la Asociación de Libre Comercio para las Américas (ALCA).
- g) Un sistema de ajuste automático que, en lugar de concentrarse en los vaivenes de las reservas del Banco Central, resida en los rebalances de las carteras de activos de todos los agentes financieros del país, como ocurre en el caso de Panamá.
- h) Cláusulas legales, de ser posible constitucionales, que otorguen a la dolarización el carácter de irreversible, de lo contrario no sería creíble.

V. Bibliografía

Almasi, A. **Régimen cambiario y estabilidad monetaria**, en *Convertibilidad: Fundamentación y Funcionamiento*, CEMA, Buenos Aires, 1997

Arteta, G. **Opciones cambiarias para el Ecuador: El dilema de la elección**, CORDES, Quito, mayo de 1999

Banco Central del Ecuador. **Información Estadística Mensual**, varios números, Quito, BCE.

. **Memoria Anual 1987**, BCE, Quito, 1998

Banco Interamericano de Desarrollo. **Special Report: Overcoming Volatility**, en *Latin America: Economic and Social Progress*, Washington DC, 1985

Baquero M. **Dolarización en América Latina: Una cuantificación de las elasticidades de sustitución entre monedas**, Notas Técnicas, BCE, Quito, 1999

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Calvo, G. **A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations**, en *Money, Exchange Rates and Output*, The Mit Press, Cambridge Massachusetts, 1996

. **Testimony on full dollarization**, Conferencia presentada ante el Congreso de los Estados Unidos, Washington DC, 1999

. **On dollarization**, Borrador para discusión

Calvo G. y C. Vegh. **Currency Substitution in Developing Countries: an introduction**. Revista de Análisis Económico, Volumen 7, Buenos Aires, junio de 1992

Cordeiro, J.L. **La segunda muerte de Sucre y el renacer del Ecuador**, Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Guayaquil, 1999

Dornbusch, R. **Inflation and the peso**, publicación disponible en www.mit.edu/people/rudy/mdy/index.html

Hausman R., M. Gavin, C. Pages-Serra, E. Stein. **Financial Turmoil and Choice of Exchange Rates Regime**, Interamerican Development Bank, París, marzo de 1999

International Monetary Fund. **Monetary Policy in Dollarized Economies**, Documento interno, 1998

López, F. **Por qué y como dolarizar**, ESPOL, Guayaquil, 1999

MacKinnon R. **A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations**, en *Money, Exchange and Output*, The Mit Press, Cambridge Massachusetts, 1996

Mancheno D., J. Oleas, P. Samaniego. **Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en el Ecuador**, Notas Técnicas, BCE, Quito, 1999

Moreno, J.L. **La Experiencia Monetaria de Panamá: Lecciones de una Economía Dolarizada con Banca Internacional**, Banco Nacional de Panamá, Panamá, 1997

. **Lecciones de la experiencia panameña: Una economía dolarizada con integración financiera**, Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Guayaquil, 1999

. **Lessons from the Monetary Experience of Panamá**, Cato Journal, Vol 18, No. 3, invierno de 1999

Naranjo M. **La enfermedad holandesa y el caso ecuatoriano**, Cuestiones Económicas No. 24, BCE, Quito, agosto de 1995

. **Hacia la dolarización unilateral: el modelo de Panamá y su aplicabilidad en Ecuador**, Revista de Estudios de Economía Aplicada, ASEPELT-ESPAÑA, Madrid, 1999

Rodríguez Prada, G. **El tipo de Cambio como Ancla Nominal, Currency Boards y Dolarización**, en *La Macroeconomía de los Mercados Emergentes*, Universidad de Alcalá, Alcalá de Henares, 1996

Rojas-Suárez L. **Currency Substitution and Inflation in Perú**, Revista de Análisis Económico, Volumen 7, junio de 1992

Rojas M. y A. Valle. **Dolarización en la economía ecuatoriana**, Memoria Anual 1997, BCE, Quito, 1998

Rubeinstein G. **Dolarización. Argentina en la Aldea Global**, Grupo Editorial Latinoamericano, Buenos Aires, 1999

Rubini H. y M. Naranjo. **Ahorro, inversión, mercado de capitales y crecimiento económico**, Cuestiones Económicas No. 31, BCE, Quito, abril de 1997

Savastano M. **Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues**, IMF, Working Paper, enero de 1996

Varela F., M. Hinarejos, J. Varela. **El Euro como Futura Moneda Internacional**, Información Comercial Española No. 767, Madrid, diciembre 1997 – enero 1998

Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: su aplicación en un contexto de crisis

Vela M. **Convertibilidad o dolarización: ¿Salida para el Ecuador?**, Gestión, Quito, 1999