

Dolarización: Más allá de la estabilidad monetaria

Pablo Lucio-Paredes¹

Recibido: 4 de julio de 2015

Aceptado: 10 de septiembre de 2016

Publicado: 23 de enero de 2017

Resumen

En este artículo se revisa el contexto a nivel nacional e internacional en el que Ecuador decidió dolarizar. Se explica la utilidad del dinero y se manifiestan los principales puntos del debate acerca de la dolarización en el caso ecuatoriano. Se exponen dos de las principales malinterpretaciones acerca del funcionamiento de la dolarización. La primera es que ha funcionado debido a los altos precios del petróleo, y la segunda es que es necesario controlar la salida de divisas. Se discuten algunos de los excesos en el caso ecuatoriano y cómo el gasto público ha sido utilizado para cubrirlos. Finalmente, se analiza la factibilidad de un escenario de desdolarización dada la coyuntura nacional.

Palabras clave: Dolarización, pros y contras de la dolarización, desdolarización, gasto público y dolarización, dinero electrónico.

¹Universidad San Francisco de Quito USFQ, School of Economics, e Instituto de Economía, Campus Cum-bayá, edificio Da Vinci, oficina D-319-A, Casilla Postal 17-1200-841, Quito 170901, Ecuador. Correo electrónico: pabloluc@uio.satnet.net



Abstract

This article provides an overview of the national and international context in which Ecuador decided to dollarize. The functions of money are explained, as well as some of the arguments for and against dollarization in the Ecuadorian case. In addition, two of the main misinterpretations about how dollarization works are described. The first is that it has worked because of high oil prices, and the second is that capital flows must be controlled. Some of the Ecuadorian “excesses” and how public expenditure has been used to finance them are discussed. At last, given the national juncture, the feasibility of a scenario in which dollarization is eliminated is analyzed.

Keywords: Dollarization, pros and cons of dollarization, exit from dollarization, public expenditure and dollarization, electronic money.

I. INTRODUCCIÓN

Ecuador tiene una extraña historia monetaria. Mientras que muchos de los países del continente cayeron en procesos hiperinflacionarios en las décadas de los 70s y 90s, Ecuador junto con Colombia y Paraguay, los evitó a pesar de crecientes tasas de inflación.² Naturalmente, esa historia monetaria, aunque no incluye procesos hiperinflacionarios, sí es una de deterioro monetario continuo como lo muestra la Figura 1.³

Sin embargo, cuando la mayor parte de los países –si no todos- desde la segunda mitad de los años 90 se habían alejado de desequilibrios inflacionarios, Ecuador se encontraba al borde de la hiperinflación en la crisis de 1998-1999. La devaluación fue de 400 % en un año y de 100 % en las últimas

semanas de 1999. Esta situación hubiera llevado en poco tiempo a un enorme ajuste hacia arriba de la inflación interna. En ese momento, Ecuador tomó la decisión de salir de la crisis de desconfianza monetaria cambiando su patrón monetario.

Efectivamente, en los países que han entrado en crisis hiperinflacionarias, lo que normalmente ha sucedido es que no ha existido la capacidad de llegar a acuerdos colectivos que permitan frenar las causas de este fenómeno (básicamente desequilibrios fiscales y externos que se trasladan a una mayor y creciente creación monetaria). Es solo cuando ya se ha caído en el pozo hiperinflacionario que la sociedad emprende paralelamente medidas de corto plazo (una nueva moneda con recorte de algunos ceros, nuevo tipo de cambio) y de largo plazo (nueva institucionalidad

²Las tasas de inflación pasaron de un 12 % en los 70s a 100 % hacia 1988-1989. Los años 1994-1996 fueron la excepción al tener una inflación de alrededor del 25 % anual.

³Ver el Apéndice en Dávila (este volumen) para datos sobre emisión monetaria.

monetaria más independiente y ortodoxa, disciplina fiscal, etc.). Ecuador no esperó pasar por ese tránsito tan socialmente destructivo. En enero del año 2000 adoptó el dólar, frenando el enorme deterioro monetario y, por ende, social.

En definitiva Ecuador ha sido doblemente inusual. En épocas “normales” fue de los muy pocos que nunca llevó tan lejos sus desequilibrios como para entrar en hiperinflación, pero cuando estuvo al borde de la misma fue el único que escogió el camino de la dolarización como salida.⁴

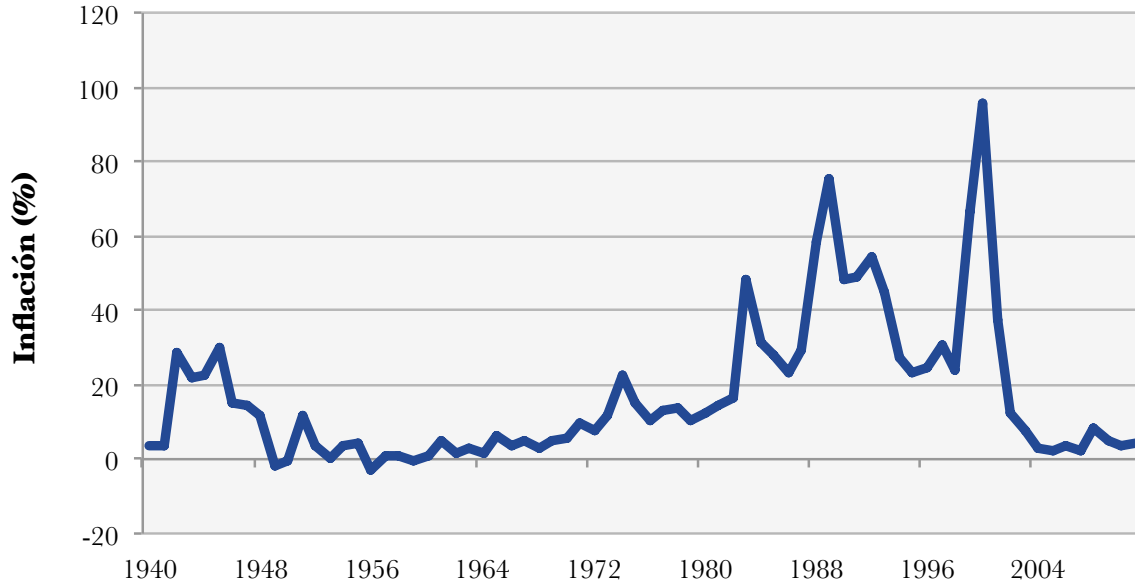
II. ¿PARA QUÉ SIRVE EL DINERO?

Al hablar de los desajustes monetarios que llevaron a la dolarización es esencial recordar el rol del dinero en la economía y en particular sus tres roles básicos: medio de pago, depósito de valor, y unidad de cuenta. Estos son muy importantes pero están condicionados y *están por detrás* de la actividad económica real. El dinero es el medio de pago para intercambios reales. Es la unidad de cuenta para transacciones reales. Y es el depósito de valor de una actividad real como es el ahorro. El dinero solo facilita procesos reales, pero no los crea. La actividad real puede existir sin el dinero (a través del trueque aunque sea más ineficiente), pero no lo contrario.

Ese es el pecado monetario del mundo desde hace miles de años: intentar reemplazar actividades y decisiones reales con creación monetaria. En particular, se ha incrementado el gasto público en base a creación monetaria (no en base a decisiones reales como cobrar impuestos porque políticamente no es atractivo) o, en otras oportunidades, se ha creado dinero en exceso para “mantener la actividad económica” entregando recursos monetarios al propio Estado o al sector privado. Este exceso de creación monetaria ha tomado diversas formas en la historia: una menor cantidad de metal pero manteniendo el valor nominal de la moneda cuando el dinero era metálico, crédito de los bancos centrales al sector público o privado con contraparte en papeles de deuda (cuyo valor como “respaldo” del dinero es muy discutible), mayor crédito a los bancos privados no sustentado en ahorro real, devaluación oficial de la moneda (porque permite a los bancos centrales imprimir más dinero local por cada unidad de moneda extranjera que tienen en sus activos como “respaldo”). Este último mecanismo es atractivo en países donde el Gobierno es “dueño” de un recurso natural, como es el caso del Ecuador con el petróleo. Al ser un importante, o incluso el principal exportador del país, las devaluaciones implican que el Gobierno recibe una mayor can-

⁴Desde una perspectiva sociológica cabe preguntarse ¿por qué el país evitó los riesgos hiperinflacionarios durante tanto tiempo? ¿por qué, ante la enorme crisis del 98-99, optó por la dolarización? Quizás hay explicaciones muy simples como la búsqueda del Gobierno de Jamil Mahuad de un escape, con la dolarización, a la grave situación social y política, pero quizás hay trasfondos más importantes que deben ser analizados.

Figura 1: Inflación en Ecuador



Fuente: Banco Central del Ecuador (2011c)

tividad de moneda local por cada dólar neto recibido (mientras los otros pagos que hace el gobierno como importaciones y pago de deuda sean inferiores a sus exportaciones de recursos naturales).

Como nos dice la economía básica, esa creación monetaria en exceso, más temprano que tarde, genera inflación y devaluación. Cuanto más acelerada es, más se aplica directamente la ecuación cuantitativa del dinero: todo el exceso de dinero va a inflación y devaluación, y nada a crecimiento económico. Eso es exactamente lo que ocurrió en Ecuador en 1998-2000. Sobre la economía cayeron

varias plagas de Egipto: la guerra con el Perú de 1995, la crisis internacional de 1997, el derrumbe del precio del petróleo a 7 dólares por barril (lo que equivale a 15 dólares de hoy), y un fenómeno de El Niño de alta intensidad. A esto hay que sumar los problemas estructurales de la economía ecuatoriana como la mala calidad de la política que impide tomar decisiones sensatas en momentos difíciles y un sistema bancario frágil.⁵

Por razones económicas y políticas la decisión del gobierno es finalmente crear dinero masivamente para resolver a la vez los problemas bancarios, estatales y de actividad

⁵El sistema bancario se había debilitado por la guerra de 1995 además de los créditos vinculados que venían de 20 años atrás. Pero, en el momento de la crisis generaron un grave compromiso en las decisiones estratégicas de los grupos empresariales dueños de bancos y de otras empresas financiadas por sus bancos: ¿salvar al banco o a las demás empresas? Generalmente se orientó hacia lo segundo porque los bancos son "salvados" por los gobiernos.

económica real. Inevitablemente el resultado es una menor actividad económica, pero mayor inflación y devaluación; esto último de manera más rápida e inmediata porque los agentes económicos pierden confianza aceleradamente en la moneda local y trasladan sus tenencias monetarias a dólares.

En ese momento surgen básicamente tres propuestas:

1. Implementar una regla más estricta de creación monetaria por parte del banco central.
2. Ir a un sistema de convertibilidad, que es parecido a la opción anterior pero con una regla aún más estricta: solo se puede crear moneda local en la medida que haya respaldo de dólares en el banco central en base a una tasa de conversión fija.
3. Dolarizar la economía, es decir, que ya no haya un intermediario monetario como el banco central, sino que los dólares entran y salen de la economía solo pasando por las manos y decisiones directas de los agentes económicos. La dolarización no es una regla más estricta, es un sistema diferente.

Al adoptar esta última alternativa, se rompió completamente con la desconfianza monetaria, y muy rápidamente se frenó el descalabro monetario y real. Sin embargo, el proceso inflacionario duró un par de años debido a

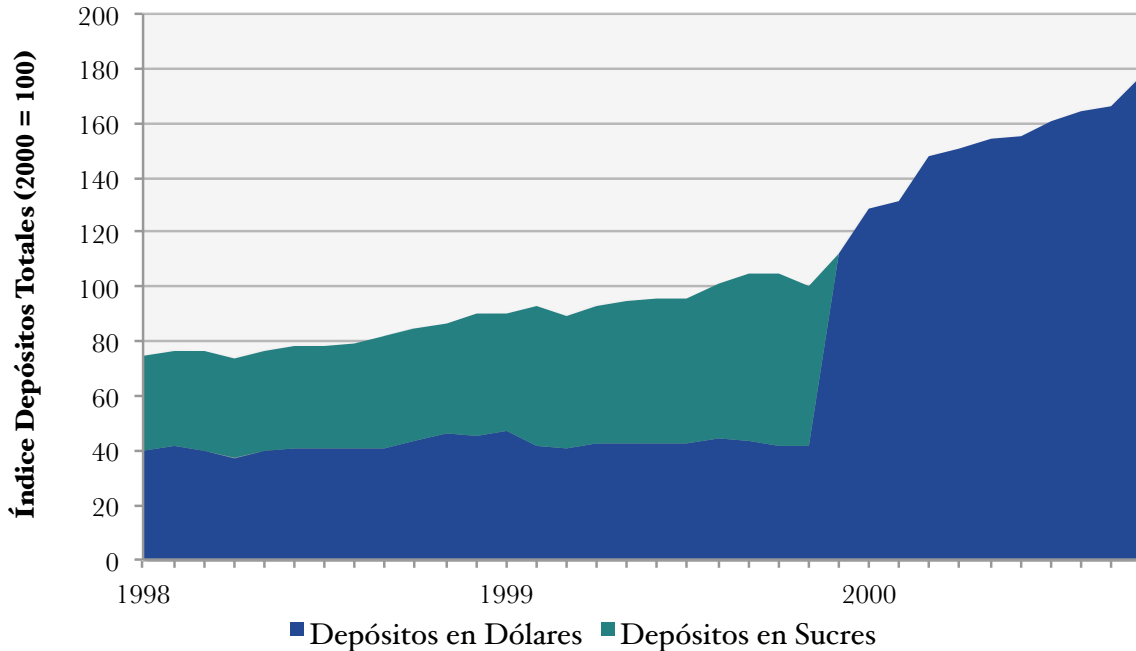
que era necesario que se reajusten los precios relativos por la diferencia que se había dado en el último año y medio entre la inflación interna del 100 % y la devaluación del 400 % ya que la dolarización se dio a 25.000 sucres por dólar. Una menor tasa hubiera generado una menor necesidad de ajuste. Una buena medida de ese cambio de expectativas es la evolución de los depósitos antes y después de la dolarización (ver Figura 2).

Pero la implementación de la dolarización tenía como visión algo más amplio que solo un cambio en el mecanismo cambiario y monetario. Era algo similar a lo que se describe en De la Torre et al. para la convertibilidad en Argentina:

La convertibilidad tenía como objetivo producir un escape irreversible de la inestabilidad monetaria y financiera. Se esperaba que marque un punto de no retorno y un “único camino hacia adelante” para la psicología argentina, similar a lo que significó para sus tripulantes la decisión de Hernán Cortez de quemar sus embarcaciones.

Además, estaba previsto que la convertibilidad tenga implicaciones más allá de una esfera puramente monetaria ya que aspiraba convertirse en un eje institucional que ayude a poner en orden otras instituciones y alinee los incentivos entre los agentes, particularmente en la esfera económi-

Figura 2: Depósitos bancarios y dolarización



Fuente: Banco Central del Ecuador (2000a)

ca (proceso fiscal, regulación bancaria, mercados laborales, etc.) pero también en las esferas sociales y políticas [...] La convertibilidad no era un contrato como cualquier otro; era más bien el núcleo de un contrato master, uno del que el resto de contratos (financieros y no financieros) dependían (De la Torre et al., 2003, pp. 46-47).

III. EL DEBATE

Por supuesto que la dolarización como toda decisión o mecanismo económico tiene sus pros y contras. Lo importante en cada caso, es decidir cuál de los dos pesa más. El debate

en el fondo es similar (aunque no igual por lo señalado al final de la sección anterior) al debate entre tipo de cambio fijo y flexible. Tomo de Levy-Yeyati & Sturzenegger algunos elementos claves de dicho debate:

Ventajas

La literatura económica identifica tres ventajas principales de la dolarización, entendida como la adopción de una moneda extranjera fuerte como única moneda de curso legal.

- Reduce los costos de transacción entre los países que utilizan la misma moneda, que concuerda

con la línea teórica de la zona monetaria óptima.

- Mejora la credibilidad de las políticas (tanto monetarias como fiscales), resultando en tasas de inflación más bajas, una volatilidad del tipo de cambio real más bajo, y, posiblemente, una profundización del sistema financiero.
- Reduce el riesgo país al eliminar el riesgo de cambio y la ocurrencia de ataques especulativos costosos [...] Un aspecto crucial relacionado con las ganancias de credibilidad es la medida en la que, al dolarizar, un país puede mejorar su solvencia internacional. Un alto costo de capital, tanto externo como interno, es posiblemente uno de los factores más importantes que obstaculizan el desarrollo de países no industrializados (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003, pp. 17-20).

Desventajas

Tres de las principales desventajas frecuentemente atribuidas a una economía dolarizada:

- El argumento estándar acerca de la pérdida de un instrumento de tipo de cambio que permita amortiguar la economía contra

shocks reales o externos (alternativamente, la pérdida de independencia monetaria).

- La eliminación de la moneda nacional conlleva un costo fiscal derivado de la pérdida de ingresos por señoreaje [...] La pérdida de la capacidad doméstica del banco central para desempeñar su función de prestamista de última instancia (PUI), es decir, su habilidad de proveer liquidez adicional al sector bancario en el caso de una escasez transitoria. Trivialmente, a pesar de que los bancos centrales pueden emitir moneda doméstica sin costo, un exceso de demanda de moneda extranjera en el mercado solo puede ser satisfecha por la existencia de un (costoso) stock de reservas líquidas denominadas en moneda extranjera.
- El uso de una moneda extranjera para la intermediación financiera elimina la capacidad del banco central doméstico para financiar sus actividades de prestamista de última instancia imprimiendo moneda local (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003, pp. 21-27).

En el caso ecuatoriano todo este debate se puede resumir de la siguiente forma.

Los argumentos a favor esenciales de la dolarización han sido:

- *Estabilidad* La tasa de inflación se ha mantenido por primera vez desde hace 40 años, de manera sostenida, por debajo del 5% anual y hubiera sido incluso menor a no ser por las presiones que el exceso de gasto público ha generado en la demanda agregada. La estabilidad en dolarización es la baja inflación más factores adicionales: la posibilidad de planificar en el largo plazo, el hecho de que todos los contratos -sobre todo laborales y financieros- están en la misma moneda sin que exista riesgo de descalce entre unos y otros, etc..
- *Equidad* Es un enorme cambio el que todos los grupos sociales estén cubiertos por el mismo paraguas monetario (lo cual no significa que los pobres dejen de serlo solo por razones monetarias). Uno de los mayores males sociales de las economías con moneda propia es que los pobres están cubiertos por un paraguas monetario de muy mala calidad, mientras los grupos de mayores recursos se cubren con un paraguas en moneda extranjera, que no solo les protege sino que en muchos casos les genera ganancias relativas adicionales.
- *Productividad* No hay duda de que en épocas de inestabilidad las empresas dedican más recursos de lo necesario

a la protección financiera y, de cierta manera más grave aún, a generar ganancias en la especulación financiera que con frecuencia son mayores a las ganancias en el negocio real. En lugar del gerente de producción, el gerente financiero es el rey de la empresa. En dolarización, este incentivo desaparece porque las tasas de interés -incluso cuando son más altas de lo razonable- son relativamente estables y no hay tipo de cambio contra el cual jugar (el tipo de cambio entre dólar y terceras monedas es un factor relativamente secundario). Como la especulación financiera es un factor de suma cero, es evidente que las ganancias que realizan las empresas medianas y grandes es en detrimento de las empresas pequeñas y de los individuos. En dolarización el enfoque es hacia la productividad. Esto se nota de manera muy clara en la microeconomía del Ecuador desde el año 2000, pero su efecto macroeconómico no es tan marcado (si medimos simplemente el PIB dividido por las horas trabajadas) porque el fuerte aumento del precio del petróleo que se da desde el 2005, ha llevado a un aumento enorme del Estado ecuatoriano lo cual ha afectado negativamente a la productividad promedio.

- *Riesgo moral en la banca* Al actuar los bancos centrales como prestamistas de

última instancia, la banca (sobre todo mediana y grande) tiene una protección casi automática que casi ningún otro sector tiene en la sociedad: el Estado está dispuesto a intervenir para "salvarlos" cuando sea necesario, "en pro del bien común". Esta es sin duda una de las causas de las continuas crisis financieras en el mundo desde hace 500 años: creación monetaria excesiva por parte de los bancos centrales y/o multiplicación excesiva del dinero por parte del sistema bancario. Los excesos se dan por el riesgo moral: los políticos y los banqueros siempre pueden trasladar sus malas decisiones a los demás. La dolarización rompe esto porque ya no hay prestamista de última instancia. La banca debe crear sus propios fondos para protegerse en caso de problemas y asumir sus propios riesgos. Esto es tan marcado en la realidad que Ecuador vive una situación extraña en el mundo: los bancos son más prudentes que el regulador estatal, tienen un coeficiente de liquidez más elevado que el promedio mundial ya que no pueden trasladar riesgos a la colectividad vía el BCE. Por el contrario, el Gobierno les obliga a tener menor liquidez y más crédito (por ende mayor multiplicación del dinero). Al no disponer del instrumento de creación monetaria, el Gobierno obliga a la banca a prestar más para que haya

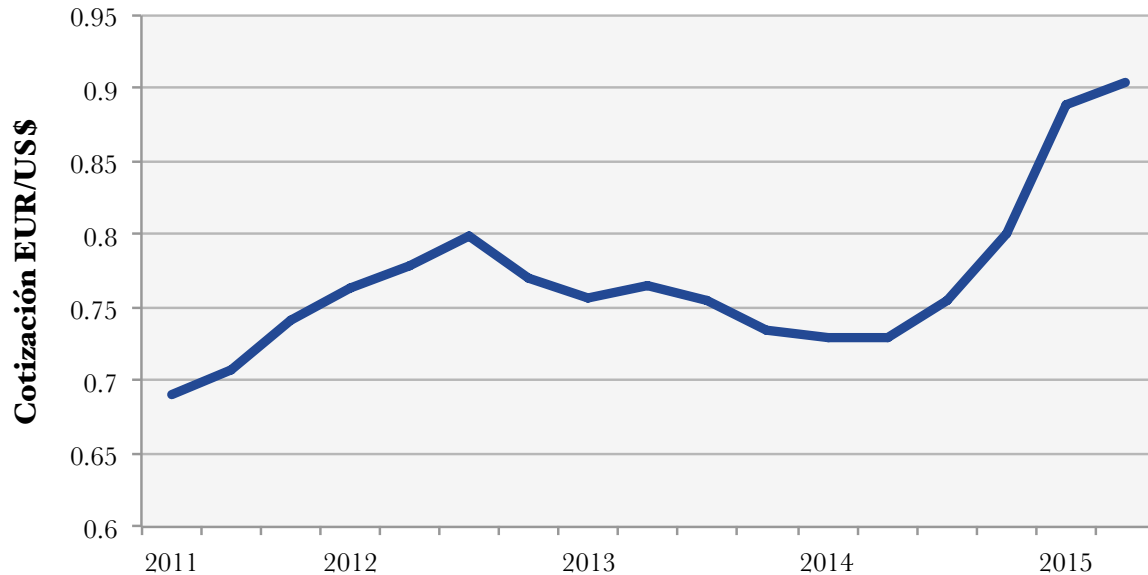
más actividad económica, aunque esto aumente el riesgo promedio en la economía.

- *El dinero como factor de libertad.* Para Rueff, en materia monetaria (igual que en el ámbito bancario), no es cuestión de innovar por innovar. "Una moneda convertible es una moneda intercambiable, a igualdad de valor, libremente y sin control de ninguna naturaleza, contra toda otra moneda convertible. Los profanos creen que esto es una simple disposición de técnica financiera. En realidad es una cuestión de civilización, ya que está ligado al estatuto de la persona humana" (Rueff, 1971, p. 248).

Los argumentos en contra son muy claros y en el fondo se resumen en un aspecto: ya no hay la posibilidad de crear dinero de manera exógena para estimular la economía cuando esta entra en un ciclo negativo, y no hay la posibilidad de devaluar el tipo de cambio para mejorar los precios relativos frente al exterior y ganar competitividad vía precios (lo que permite temporalmente sostener exportaciones y frenar importaciones). Esto se traduce en un doble riesgo potencial:

1. No poder manejar el ajuste del tipo de cambio real.
2. No tener instrumentos para ajustar oferta y demanda de divisas ante la caída de ingresos externos importantes y en

Figura 3: Cotización dólar/euro, 2011-2015



Fuente: Bloomberg (2016a)

particular no poder emitir dinero para mantener la actividad interna.

Estos factores ciertamente existen, aunque son sobrevalorados, y pueden ser enfrentados sin devaluación ni creación monetaria. En particular, en un entorno de alta indisciplina como Ecuador, los pros ciertamente son mucho mayores que los contras.

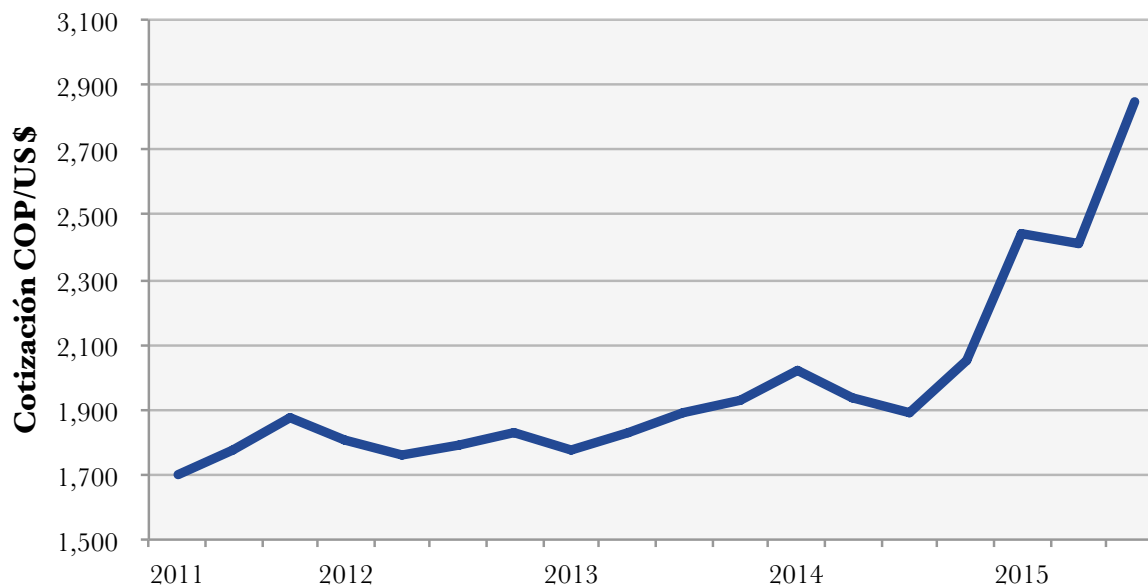
IV. ¿SALIR DE LA DOLARIZACIÓN?

La economía ecuatoriana ha entrado, desde el último trimestre del año 2014 en un nuevo ciclo que no se había dado desde el inicio de la dolarización: dólar más fuerte en el mundo (ver Figuras 3 y 4) y precio del petróleo más bajo (Figura 5). Esta situación

podría durar bastante más allá de los pocos meses que quizás algunos preveían a finales del 2014 -era ciertamente la visión del Gobierno ecuatoriano-, y siendo un ciclo más largo, el ajuste necesario en la economía no puede sustentarse en endeudamiento. De ahí surge la tentación de querer ampliar los instrumentos disponibles de política económica abandonando la dolarización.

Está claro que el tema de fondo de la dolarización (más que en cualquier otro sistema, y más aún en un entorno como el del Ecuador de dependencia de un commodity de precios muy variables como el petróleo) es que, al ser un sistema monetario inflexible, lo que se haga de bueno o malo durante las buenas épocas va a ser esencial para determinar

Figura 4: Cotización peso colombiano/dólar, 2011-2015



Fuente: Bloomberg (2016b)

su viabilidad en las malas épocas, particularmente lo que se haga en materia de disciplina fiscal y de flexibilidad en el mercado laboral. Más específicamente, en el tema fiscal, es importante la prudencia en el incremento del gasto (sea este de inversión o corriente), la reducción de la dependencia de deuda externa y la generación de fondos de ahorro. En el mercado laboral, es importante al menos tener salarios mínimos razonables, salarios públicos que no sean excesivos y, en general, una flexibilidad práctica y legal para ajustar los salarios nominales y las nóminas en caso de necesidad.

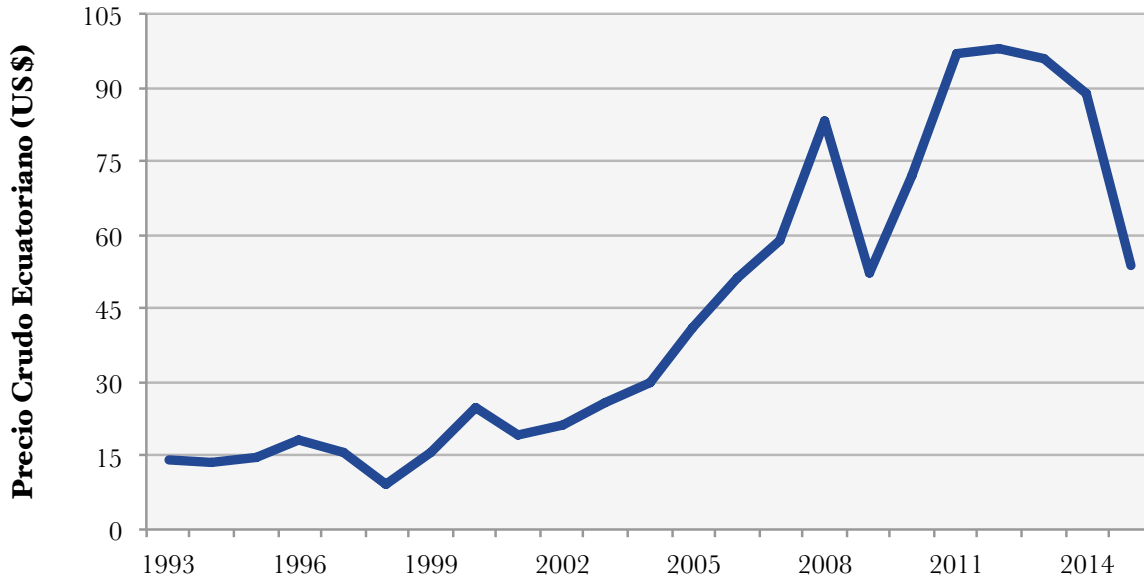
El dilema esencial es que generalmente en las buenas épocas no se generan estas disciplinas fiscales y laborales porque no es necesario

y se quiere empujar al máximo la dinámica económica porque esto genera réditos políticos. Cuando vienen los malos momentos, ya no se lo puede hacer porque es muy tarde y siempre hay la justificación de que “no es el momento”. Por ende, los desequilibrios se crean y se profundizan en los buenos y los malos ciclos de la economía.

Aquí es necesario precisar dos aspectos, vinculados entre sí, sobre los cuales se han dado malas interpretaciones respecto a la dolarización:

- Hay la creencia de que la dolarización ha funcionado “gracias” al aumento del precio del petróleo y por ende los dólares adicionales que ha aportado a la

Figura 5: Precio del Crudo Ecuatoriano (US\$ por barril), 1993-2015



Fuente: Banco Central del Ecuador (1998, 2007, 2016a)

economía. Error. La dolarización puede funcionar con cualquier cantidad de dólares, y crecerá más o menos no en función de dicha cantidad sino de las decisiones de ahorro, inversión y productividad que se tomen. Lo que sí es problemático en un sistema rígido como la dolarización son las variaciones bruscas en los flujos, por ejemplo pasar de un alto nivel de ingresos externos, al que la economía se ha acostumbrado, a un nivel más bajo al que debe acostumbrarse. Los ajustes nominales y reales necesarios para pasar de un nivel a otro son complejos. Eso es lo que ha sucedido en Ecuador. Nos acostumbramos a vivir a un nivel muy alto del precio

del petróleo (alrededor de 100 dólares por barril), y la transición al nuevo nivel (50 dólares o menos) es difícil. Cabe señalar que cuando decimos que la economía se había acostumbrado a vivir al nivel anterior del petróleo es precisamente eso: en un entorno en que no hay fondos de ahorro y estabilización fiscales, y en el que el gobierno empuja al sistema bancario a tener menos fondos de liquidez de lo que desearía, cada dólar adicional que entra va a engrosar el gasto público y a acostumbrar a la sociedad a ese nivel de gasto.

- La otra creencia es que como la dolarización es un sistema basado en el flujo

de dólares, hay que evitar que las divisas salgan vía mecanismos que limitan las importaciones. Error. En dolarización, el ajuste de oferta y demanda monetaria es automático y por ende no se necesitan mecanismos externos que lo regulen. Lo que sí es cierto es que el ajuste será menos real y sostenible cuánto más alto se mantenga el gasto público y más nos endeudemos para mantenerlo (reemplazar los ingresos petroleros con deuda). Lo único que hacen las restricciones externas como aranceles o salvaguardias es preservar el alto nivel de gasto público y trasladar el ajuste al sector privado vía importaciones. La experiencia muestra que el ajuste fiscal siempre es lento e insuficiente. Como señalan De la Torre et al.:

Para comenzar, la flexibilidad nominal en el gasto fiscal raramente es verificada en la práctica (tanto en economías emergentes como industrializadas). Las realidades políticas de los procesos democráticos restringen severamente el margen para reducir el gasto fiscal nominal, especialmente en un contexto de recesión. [...] El ajuste nominal del presupuesto argentino se alcanzó limitadamente y en el contexto de una recesión prolongada. En efecto, la reducción del gasto público que debió haber acompañado la restricción al acceso a financia-

ción externa no llegó más allá de un recorte salarial insuficiente y políticamente costoso que nunca pretendió ser permanente (De la Torre et al., 2003, p. 74).

Los excesos en el caso ecuatoriano son muy claros:

- El salario mínimo, con los adicionales legales pero sin la seguridad social, es actualmente de 450 dólares mensuales es decir casi 3 dólares la hora, o un 25 % del PIB por trabajador-hora. Ciertamente bastante alto dado el nivel de productividad promedio de la economía y el hecho que el PIB probablemente está sobrevalorado en relación al nuevo tipo de cambio real de equilibrio.
- Los salarios del sector público son 30 a 40 % superiores a los privados para tareas que posiblemente son formalmente iguales pero no lo son en términos de productividad.
- Las reglas laborales en el sector privado son cada vez más estrictas, complejas, costosas e inflexibles.
- El gasto público ha crecido desde el año 2007 en algo más del 50 % en relación al PIB, llegando al 44 % en el 2014. Y aunque la descomposición se ha ido sesgando hacia la inversión (14 puntos del total), en general, tanto el gasto corriente (incluyendo importantes subsidios)

como el de inversión son altamente ineficientes.

- No se implementó en el ciclo anterior ninguno de los mecanismos posibles que generan un colchón financiero para el cambio del ciclo. Las reservas internacionales eran de apenas 4.000 millones de dólares (4 % del PIB) de los cuales más de la mitad eran reservas bancarias (y probablemente la mitad de esas reservas están comprometidas en préstamos a instituciones públicas, es decir de liquidez casi nula). No había la contratación de ninguna línea de crédito contingente o seguro petrolero. Quizás el único fondo adicional eran los 2.500 millones (2,5 % del PIB) en el fondo de liquidez de la banca (fondo para precautelar colectivamente cualquier corrida bancaria).

El único mecanismo que ha podido ser utilizado en estos primeros trimestres de crisis ha sido el endeudamiento externo muy agresivo. Las cifras son muy claras. En mayo de 2014 la deuda externa era de 13.300 millones de dólares, en junio de 2015 llegó a 20.038 millones y en febrero de 2016 fue de 21.264. A eso hay que agregar las ventas anticipadas de petróleo que el gobierno no contabiliza como deuda, pero sí lo son. En mayo de 2014 era de 2.400 millones, en febrero de 2015 llegó a 4.200 millones y, luego del último contrato con PPT International Trading de Tailandia,

muy probablemente el total se encuentre alrededor de 7.000 millones. Para finales del 2016 la deuda externa total estará en 34.000 millones. A esto hay que agregar la deuda interna que bordea los 13.000 millones. Muy pronto superaremos el 40 % del PIB, incluso sin contar los atrasos que tiene el Gobierno con sus proveedores y contratistas. Además, pocos países tienen condiciones de deuda tan malas como Ecuador, con plazos muy cortos y tasas muy altas (por ejemplo, la deuda petrolera con China a 2 años plazo, 7 % de interés y 100 % de garantía petrolera, y la emisión internacional a 5 años al 10,5 % de tipo de interés). De ahí que el servicio anual solo de la deuda externa, incluyendo la deuda petrolera china, es enorme: alrededor de 4.000 millones en el 2014 y cerca de 6.000 millones en el 2015, es decir, cerca del 6 % del PIB.

Obviamente esta es una tendencia insostenible. Surge entonces la pregunta: ¿aceptará el gobierno un fuerte declive en la economía ante la imposibilidad de seguir financiado el elevado gasto público, o buscará otras medidas que mantengan un cierto ritmo de crecimiento vía mecanismos fuertes para fortalecer la inversión y participación privada? Y lo que más preocupa son dos aspectos:

- Que se tomen los fondos que respaldan la liquidez del sistema financiero, ya sean las reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador (una parte probablemente ya ha sido tomada con inversiones en papeles públicos) o el Fondo

de Liquidez. En cualquier caso contagiar al sistema financiero de la crisis es extremadamente riesgoso como la experiencia de tantos países ha mostrado.

- Que se emita cuasi-dinero, apuntando las preocupaciones hacia el dinero electrónico que fue aprobado en el marco de una nueva Ley de Régimen Monetario en agosto de 2014. En el caso ecuatoriano, esta ley tiene una importante particularidad: es el único (o uno de los pocos países en el mundo) donde es el propio BCE, es decir, el Gobierno (dada su absoluta dependencia legal) el único autorizado a emitirlo y controlarlo (los demás son solo agentes operativos). Hay el temor de que el Gobierno pague compromisos fiscales de baja denominación (salarios o bonos) a través de dinero electrónico cargado a los teléfonos inteligentes de los respectivos agentes. Ahí podrían suceder dos cosas si se alcanza un monto importante. Uno, que este dinero electrónico se negocie con descuento en los mercados, lo cual implicaría un proceso de inflación y devaluación interna por exceso de creación monetaria. Dos, que los agentes trasladen a los bancos este dinero electrónico a cambio de depósitos bancarios, y que los bancos no tengan ninguna alternativa para manejar estos activos de menor valor (el BCE obviamente no lo recibi-

ría). Ambas son directamente contrarias a un sistema de dolarización, y en caso de montos importantes, socavarán lentamente al sistema (es difícil compartir la confianza de algunos analistas que creen que se puede emitir cuasi-dinero al margen sin afectar al sistema). ¿Existe un sustento legal para esta preocupación? Ciertamente, porque la ley señala que se puede emitir dinero electrónico con respaldo en activos líquidos del BCE y la regulación indica que esos instrumentos deben tener la misma liquidez de la Reserva Internacional. Pero bien sabemos que los activos líquidos pueden ser definidos de manera muy laxa y que la propia reserva ya ha sido invertida en instrumentos públicos de baja liquidez.

Este riesgo de contagiar de los problemas al el sistema financiero lo señalan claramente De la Torre et al.:

La restricción al financiamiento monetario del déficit no fue relevante en la práctica, durante los buenos tiempos de convertibilidad, porque Argentina tenía acceso a colocaciones voluntarias de deuda en mercados locales e internacionales. En efecto, el acceso pro cíclico a mercados de capitales internacionales contribuyó a la creación de incentivos contrarios a una disciplina fiscal apropiada en las buenas épocas.

Cuando los mercados extranjeros cerraron, la restricción impuesta por la convertibilidad fue violada a través de una colocación algo obligada de deuda doméstica. E incluso cuando se agotó el acceso obligatorio a bancos locales y otras fuentes locales de financiamiento (como fondos de pensión), el sector público recurrió a la emisión de papeles del Gobierno Central y Provincial que se diferenciaba, solo superficialmente, de una moneda [...]

Dos lecciones pueden ser obtenidas [...] En primer lugar, existen peligros al intentar imponer una fuerte restricción presupuestaria cuando un Gobierno es incapaz de cuadrar sus cuentas fiscales en el corto plazo. Uno de los principales peligros es el contagio (spillover) de problemas fiscales al sistema financiero. En su camino hacia el financiamiento de su presupuesto, el Gobierno de Argentina aumentó dramáticamente la exposición del sector bancario a un déficit fiscal. En segundo lugar, la disciplina monetaria de paridad fija es más fácil de abandonar de lo que se cree frecuentemente. Esto es ilustrado por la facilidad relativa con la que el Gobierno argentino, al verse necesitado de fondos, recurrió a la impresión de dinero con otro nombre ("lecops", "patacones", y

otros similares). Es también claro que lo mismo pudo haber pasado bajo una dolarización formal. La dolarización per se no hubiera superado la trampa de crecimiento de deuda monetaria si es que el desbalance fiscal era un hecho (por lo menos en el corto plazo); este no era fácilmente reversible por una reducción en el gasto público nominal. La dolarización probablemente hubiera venido acompañada también por una proliferación de cuasi-monedas locales que hubieran reflejado el simple hecho de que un déficit fiscal no puede ser eliminado meramente por un arreglo monetario. Las cuasi-monedas, más que ser un problema en sí mismas, son un síntoma de una profunda inconsistencia entre un estricto marco monetario y la rigidez nominal que este marco no puede eliminar mágicamente (De la Torre et al., 2003, pp. 74-77).

Sin duda, la preocupación existe, pero el principal freno a la salida de la dolarización parece ser lo difícil del proceso y la enorme inestabilidad que generaría. Todos los ajustes ante shocks externos son complejos, en dolarización aún más, pero incluir la desdolarización en el paquete parece ser muy costoso. Sin embargo, el riesgo existe porque contrariamente a lo que se desearía, la dolarización no ha permitido en Ecuador ahondar reformas estructurales que el país requiere hacia

la disciplina y productividad. Quién sabe si, más bien, la estabilidad generada por la dolarización ha sido un factor que en sí mismo ha frenado las reformas.

Vale compartir las reflexiones de De la Torre et al.:

A la luz de la experiencia Argentina, creemos que los beneficios de la paridad fija se han manifestado claramente. Para estar seguros, al proveer ahorradores con el dólar como depósito de valor (directamente bajo la dolarización, o a través de una fijación bajo cajas de conversión), una paridad fija creíble asegura la estabilidad nominal e impulsa la intermediación financiera. Pero incluso siendo creíble, una paridad fija no conduce automáticamente al surgimiento de flexibilidad nominal alternativa (particularmente en salarios, gasto fiscal, y contratación financiera) para compensar por la pérdida del tipo de cambio nominal como una herramienta de política. Esto es particularmente problemático en el caso de países con paridad fija que, como Argentina, no satisfacen las condiciones clásicas para una zona óptima monetaria. Como resultado parcial, las paridades fijas per se no inducen disciplina fiscal o monetaria. El marco monetario de la paridad fija, aunque comúnmente protegido por una pesada armadura legal e institucional,

puede ser desmantelada con mayor facilidad de lo que se esperaría, a través del surgimiento de cuasi-monedas como respuesta a las presiones extremas del flujo de efectivo presupuestario combinado con flexibilidad nominal insuficiente en el gasto fiscal y en los salarios del sector público. Además, al ser su credibilidad una función positiva de sus costos de salida, una paridad fija crea poderosos incentivos para que el Gobierno aumente un poco más los costos de salida (doblar la apuesta) cuando ésta se encuentra bajo presión. Una manera en particular en la que la paridad fija aumenta endógenamente los costos de salida es fomentando la dolarización, incluyendo los pasivos de los deudores en el sector no transable –debido a que el gobierno preferiría no adoptar medidas para desalentar explícitamente la dolarización por temor a socavar la credibilidad de su compromiso a la paridad fija.

Salir de una paridad fija es inherentemente un asunto bastante doloroso, dada la contradicción entre fijar aún más la paridad y permitir una salida sutil [...] Nunca fue un misterio que una paridad rígida del peso al dólar bajo la convertibilidad era una decisión altamente inconveniente desde la perspectiva de la estructura producti-

va y comercial de Argentina. En efecto, Argentina está lejos de cumplir con las condiciones para una zona monetaria óptima. Es sujeto de shocks típicamente diferentes a los de Estados Unidos, tiene una parte sustancial de su comercio internacional con países cuyas monedas fluctúan vis-à-vis con el dólar estadounidense y, como una economía relativamente cerrada con un amplio sector de no transables, podría beneficiarse mucho más (comparado con economías abiertas con sectores no transables relativamente pequeños) de ajustes de tipo de cambio nominal para corregir desalineamientos en el precio relativo de transables y no transables (De la Torre et al., 2003, pp. 44-46).

Y también las de Levy-Yeyati & Sturzenegger:

Pero la pregunta relevante se mantiene: ¿la paridad fija provee, verdaderamente, las ganancias de credibilidad que se espera que proporcione? Naturalmente, la posibilidad de que un gobierno resista un ataque (y la probabilidad de que el ataque sea realmente lanzado) depende positivamente del costo (tanto económico como político) de abandonar la fijación. En este sentido, la implementación de una paridad fija incrementa lo que está en juego en

un colapso monetario, al colocar barreras legales, y en muchos casos económicas, que eviten el retorno a una paridad flotante. Por lo tanto, mientras mayor sea el compromiso a una fijación, los mercados naturalmente interpretan un seguro implícito en contra del riesgo cambiario, impulsando la dolarización financiera y los flujos transfronterizos denominados en moneda extranjera. Estos eventos, a su vez, incrementan el desbalance general monetario de la economía, contribuyendo a la vulnerabilidad del país en el caso de que una fuerte devaluación eventualmente se materialice y, al aumentar los costos de salida, aumenta la credibilidad al compromiso de una paridad fija.

Sin embargo, esta sensibilidad extrema (parcialmente auto ocasionada) frente a las devaluaciones podría eliminar ambos caminos porque, al sustancialmente empeorar el escenario post colapso, hace que la economía sea más vulnerable a cambios repentinos en los sentimientos de mercado; por lo tanto, existe una fuerte correlación entre el riesgo de cambio y el riesgo país exhibido por muchos de los países altamente dolarizados (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003, pp. 13-14).

Obviamente, al no haberse aplicado los requisitos de disciplina en los buenos momentos, cuando vienen los problemas fiscales y de apreciación del tipo de cambio real, se empieza a pensar en cómo salir del sistema con el mínimo de problemas (siendo el “mínimo” siempre una esperanza no cumplida porque toda transición es profundamente dolorosa en el corto y largo plazo). Y, como hemos señalado, la tentación viene por dos lados. Primero, buscar recursos en el sistema financiero para apoyar al fisco, con lo cual la crisis fiscal se traslada a la banca, y segundo, intentar introducir monedas paralelas al margen.

¿Hay la tentación de salir de la dolarización? Sin duda, sí, ya que la economía (sociedad) sigue siendo profundamente inestable. ¿Deberíamos abandonarla? Sin ninguna duda, no, porque para una sociedad indisciplinada, la dolarización, con sus pros y contras, es el mejor sistema posible porque evita muchas tentaciones que solo nos llevan a círculos viciosos muy peligrosos en lugar de enfocarnos en los temas esenciales del desarrollo como son productividad, estabilidad y equidad.

Referencias

- Associated Press (2014). Ecuador heralds digital currency plans. <http://www.dailymail.co.uk/wires/ap/article-2737391/Ecuador-heralds-digital-currency-plans.html>.
- Banco Central del Ecuador (1998). Boletín 1751, 4.1.2 Exportaciones de petróleo crudo por cuenta. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2000a). Boletín 1775, 1 Sistema Financiero. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2000b). Boletín 1776, 1.1 Principales Agregados Monetarios. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2000c). Boletín 1776, 1.1.1 Oferta Monetaria (M1) y Liquidez Total (M2). Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2000d). Boletín 1776, 1.8 Tasas de Interés. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2000e). Boletín 1776, 4 Sector Externo. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2004). Boletín 49. Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador.
- Banco Central del Ecuador (2005). Boletín 1846, 3.3.1 Balanza de Pagos. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2007). Boletín 1859, 4.1.2 Exportaciones de petróleo crudo por cuenta. Información Estadística Mensual.
- Banco Central del Ecuador (2011a). Finanzas Públicas. 85 años del Banco Central del Ecuador (Series Estadísticas Históricas).
- Banco Central del Ecuador (2011b). Producción, Precios y Población. 85 años del Banco Central del Ecuador (Series Estadísticas Históricas).
- Banco Central del Ecuador (2011c). Producción, Precios y Población. 85 años del Banco Central del Ecuador Series Estadísticas Históricas.
- Banco Central del Ecuador (2011d). Sector Externo. 85 años del Banco Central del Ecuador (Series Estadísticas Históricas).
- Banco Central del Ecuador (2011e). Sector Monetario y Financiero. 85 años del Banco Central del Ecuador (Series Estadísticas Históricas).
- Banco Central del Ecuador (2016a). Boletín 1967, 4.1.2b Precios promedio del crudo ecuatoriano y del mercado internacional. Información Estadística Mensual.

- Banco Central del Ecuador (2016b). Boletín 1968, 1.6 Panorama Financiero. Información Estadística Mensual.
- Baquero, M. (2000). *Costos y beneficios de la pérdida de señoriaje en Ecuador*. Apuntes de economía N° 11. Quito: Banco Central del Ecuador, Dirección General de Estudios.
- Bloomberg (2016a). EURUSD Spot Exchange Rate. <http://www.bloomberg.com/quote/EURUSD:CUR>.
- Bloomberg (2016b). USDCOP Spot Exchange Rate. <http://www.bloomberg.com/quote/USDCOP:CUR>.
- Cabezas, M., Egüez, M., Hidalgo, F., & Pazmiño, S. (2001). *La Dolarización en el Ecuador*. Quito: Banco Central del Ecuador.
- Cachanosky, J. C. (1998a). Déficit Fiscal y Equilibrio Monetario. <http://www.hacer.org/pdf/Cachanosky03.pdf>.
- Cachanosky, N. (1998b). La Convertibilidad en Argentina. *Revista del Centro de Estudios Económicos y Sociales*, 40(847), 1–5.
- Cachanosky, N. & Ravier, A. (2014). A proposal of monetary reform for Argentina: Flexible dollarization and free banking. *The Independent Review*, 19, 397–426.
- Carrino, I. (2013). Chile derriba los mitos del relato. <http://opinion.infobae.com/ivan-carrino/2013/01/09/chile-derriba-los-mitos-del-relato/>.
- De la Torre, A., Levy-Yeyati, E., Schmukler, S., Ades, A., & Kaminsky, G. (2003). Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board. *Economía*, 3(2), 43–107.
- Donoso, J. C., Montalvo, D., & Órces, D. (2010). Cultura política de la democracia en Ecuador 2010. Consolidación democrática en las Américas en tiempos difíciles. *Latin American Public Opinion Project*, 3.
- Ferreres, O. (2005). *Dos Siglos de Economía Argentina*. Buenos Aires: Fundación Norte y Sur.
- Forbes, S. (2012). Golden rule for prosperity. Forbes Web.
- Gangotena, S. J. & Vega, P. (2016). Hoy peor que ayer pero mejor que mañana. Boletín Koyuntura, Instituto de Economía de la Universidad San Francisco de Quito.
- Gill, N. (2014). Ecuador's Dollarization Architect Doubts Correa's Pledge. Bloomberg News.
- Green, M. & Bishop, M. (2012). *In Gold We Trust?* New York, NY: The Economist.
- Hanke, S. (2014). Measuring misery around the world. Cato Institute.
- Hanke, S. & Schuler, K. (1993). Currency Boards and Currency Convertibility. *Cato Journal*, 12(3), 687–727.

- IEO (2003). El Papel del FMI en la Argentina, 1991-2002. Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund. <http://www.ieo-imf.org/ieo/files/issuesspapers/070403s.pdf>.
- Imran, A. (2014). Ecuador Planning to Roll Out its Own Digital Currency. <http://paymentweek.com/2014-9-26-equador-planning-to-roll-out-its-own-digital-currency-5731/>.
- INDEC (2005). Resultados del Censo Nacional Económico. http://www.indec.mecon.ar/economico2005/definitivos/ClaNAE_CNE04_%20040810.xls.
- Jenkins, J. (2015). 3 Banks That May Not Survive 2015. <http://www.fool.com/investing/general/2015/02/16/3-banks-that-may-not-survive-2015.aspx>.
- Laserna, R., Gordillo, J., & Komadina, J. (2011). *La trampa del rentismo... y como salir de ella*. La Paz: Fundación Milenio.
- Lastrapes, W. D. & Selgin, G. (2012). Banknotes and economic growth. *Scottish Journal of Political Economy*, 59, 390–418.
- Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F. (2003). Dollarization: A Primer. *Dollarization*, 1.
- Ley de Convertibilidad del Austral (1991). Ley N°23928 de la República de Argentina.
- Murphy, R. (2014). Did Canadian government's famous budget cuts rely on loose money? Mises Canada Blog.
- Paul, R., Murphy, R. P., & Rockwell, L. H. (2008). *Pillars of Prosperity*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- Pou, P. (1999). Nuevas iniciativas para abordar la turbulencia financiera internacional. *Principales Discursos del Presidente del BRCA*, 161–168.
- Quispe-Agnoli, M. & Whisler, E. (2006). Official dollarization and the banking system in Ecuador and El Salvador. *Economic Review*, 91(3), 55.
- Reinhart, C. & Rogoff, K. (2014). Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes. *American Economic Review*, 104(5), 50–55.
- Ribas, A. (1998). *Crisis Bancarias y Convertibilidad*. Buenos Aires: Asociación de Bancos Argentinos-ADEBA.
- Rodríguez, C. A. (2000). *Argentina en transición: La recesión 1998-2000*. Buenos Aires: Temas Grupo Editorial.
- Rodríguez Saá, A. (2001). Discurso en el Congreso de la Nación, 23 de diciembre. Declaración de Adolfo Rodríguez Saá en la Confederación General de la Argentina, Buenos Aires.
- Rueff, J. (1971). *Le Péché Monétaire de l'Occident*. Paris: Plon.

Sachs, J. & Larraín, F. (1999). Why dollarization is more straitjacket than salvation. *Foreign Policy*, 80–92.

Superintendencia de Bancos del Ecuador (1998). Boletines Mensuales de Bancos Privados - Otros años. http://www.superbancos.gob.ec/medios/PORTALDOCS/archivos/financiero/financieras/boletines/Bancos_Privados/Otros_Anios/ANO_1998.zip.

World Bank (2013). Remittances received by Ecuador. Pew Research Center.

World Economic Forum (2016). *The Global Competitiveness Report 2016*. Geneva: World Economic Forum.