

Estudios de Economía Aplicada
Nº 13, 1999. Págs. 101-127

Hacia la dolarización unilateral: El modelo de Panamá y su aplicabilidad en Ecuador

NARANJO CHIRIBOGA, M. P.,
Universidad Católica de Ecuador

Mi especial agradecimiento a Felix Varela, Jesús B. Pena y Miguel A. Díaz Mier por los comentarios y sugerencias que me han hecho sobre este trabajo. No obstante, los errores que puedan encontrarse en el mismo son de mi absoluta responsabilidad.

RESUMEN

Los ciudadanos de varios países de América Latina, entre ellos los del Ecuador, han reemplazado su moneda nacional por el dólar de los Estados Unidos. Las funciones clásicas del dinero: reserva de valor, medio de cambio y unidad de cuenta, han dejado de ser cumplimentadas por las monedas nacionales debido a la alta inflación y a las fuertes expectativas de devaluación monetaria. El dólar ha asumido las mencionadas funciones y su aceptación se ha universalizado en la región.

Al estar América Latina dolarizada de hecho, se vuelve urgente declararla legalmente y tratar de aprovechar sus ventajas que sobre disminución de la inflación, de las tasas de interés y del riesgo el país ofrece.

El presente trabajo describe el funcionamiento económico del único país totalmente dolarizado de la región: Panamá, y la aplicabilidad de un esquema similar en el Ecuador. Resalta las ventajas y riesgos del establecimiento pleno de la dolarización en este último país y la relación de ésta con el riesgo soberano.

En los ámbitos académicos, estatales y privados de América Latina, se ha conceptualizado a la dolarización como una política global y fundamental, similar al Patrón de Cambios de Oro o al Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods. En esa medida, este trabajo solo pretende ser una primera exploración de un tema que estará en la palestra durante los próximos años.

I. De qué tratamos cuando hablamos de dolarización.

La dolarización de una economía es un caso particular de sustitución de la moneda local por el dólar estadounidense como reserva de valor, unidad de cuenta y, en el extremo, como medio 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, tratándose en ese caso 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.

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.

En los países de dolarización generadas por el lado de la oferta, se trata de procesos que llevan tiempo: Panamá hace casi un siglo que es una economía que utiliza el dólar, mientras que países que desde hace algo más de una década obtienen dólares a través de actividades subterráneas (narcotráfico y contrabando, especialmente) y autorizadas (banca offshore), la dolarización no es tan arraigada ni tan generalizada.

Las economías con alta (aunque no total) dolarización revelan un proceso de sustitución de monedas derivado de la pérdida de confianza del público 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 spread entre tasas de interés activas en sucres y en 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 nuestro continente la experiencia panameña es la única

de una economía basada en el uso del dólar y sin un banco emisor de moneda propia.

Ahora bien, **entre formalizar o no una situación de facto, no hay cambios realmente sustanciales. La realidad diaria ha convalidado la dolarización de hecho.** Profundizar dicho régimen otorgando al dólar el carácter de única moneda de curso legal supone algunos costos y beneficios, pero no es un cambio especialmente espectacular como imponer un sistema de convertibilidad, por ejemplo. Lamentablemente, en la actualidad no se escuchan en el Ecuador argumentos a favor o en contra de una dolarización formal de la economía, y los existentes son en mucho emocionales, políticamente tendenciosos y normalmente carentes de fundamento.

II. Riesgo soberano y dolarización

El uso de una u otra moneda no tiene nada que ver con el riesgo soberano, entendido a éste como el riesgo de default (morosidad) de un gobierno, sea por falta de capacidad o por falta de voluntad de cumplir con la cancelación de sus deudas en tiempo y forma.

La experiencia prueba, en general, que los eventos de default o repudio de deudas de un gobierno son consecuencia de crisis de financiamiento de dichos gobiernos. Las causas suelen buscarse en condiciones ajenas a las decisiones propias de los gobernantes, pues, cuando efectivamente se cae en cesación de pagos, se trata de escenarios de crisis financieras tan severas que la fuga de capitales (y en no pocos casos de depósitos) deteriora severamente la solvencia de los bancos y de las empresas.

Los bancos, en particular, son altamente vulnerables en tales crisis, pues los ahorristas retiran los depósitos, sus clientes no cumplen con los compromisos de pagar los préstamos conforme a las condiciones pactadas, y la cartera irrecuperable se termina comiendo al capital propio del banco.

Esta descripción introductoria debe tenerse presente, porque es la base y fundamento de la práctica de las calificadoras de riesgo para imponer a las empresas privadas una "nota" o calificación inferior a la que se le asigna a sus respectivos gobiernos. Típicamente las calificadoras consideran a la dolarización de un país que utiliza una moneda propia, como un reflejo de la desconfianza de los ciudadanos en su propio signo monetario.

A mayor riesgo de alta inflación y/o de depreciación de la moneda local, menor es la calificación de riesgo de un país por la mayor probabilidad de devaluación. En efecto, las malas calificaciones están asociadas a aumentos de precios, depresión del mercado interno, y mayores dificultades de los gobiernos en equilibrar para cumplir con sus compromisos externos por una razón muy simple: la deuda se paga en dólares, pero se recaudan impuestos en moneda local que se deprecia.

En un contexto de deterioro del mercado interno y de reducción de la base imponible, los problemas de liquidez (cuando no de solvencia) ponen en aprietos a los gobiernos endeudados y las mayores primas de riesgo que deben pagar en los mercados internacionales les encarece notablemente la renovación de préstamos.

Un gobierno típicamente recibe una mejor nota que las firmas privadas porque, en virtud de su autoridad, posee poderes prácticamente ilimitados para cobrar impuestos, que no tiene ninguna otra entidad de la nación. Además, posee el poder de imprimir dinero, lo que le permite reducir el valor real en moneda doméstica de las deudas mediante la inflación. Sin embargo, **esto justifica sólo la superioridad de la calificación de riesgo del gobierno para deudas en moneda local, no garantiza un incremento de la calificación de riesgo del país.**

En el caso de calificaciones de deudas en moneda extranjera, el gobierno puede imponer controles de cambios para bloquear la salida de capitales hacia el extranjero. Puede obstaculizar de esa forma los pagos de deudores privados a extranjeros hasta totalmente, sea que el gobierno cumpla con sus compromisos (caso de **Venezuela 1994-95**) o no (caso de **Rusia 1998**). Los instrumentos son diversos: establecer controles cambiarios mediante tipos de cambio múltiples, exigencias a los exportadores para repatriar divisas, u ordenar a quienes perciben ingresos desde el exterior a convertir su moneda extranjera en moneda local, prohibir a los residentes abrir cuentas bancarias en moneda extranjera, prohibir el uso de moneda extranjera o establecer otras restricciones a los flujos de capitales.

De esa forma, el Estado puede apropiarse de las ganancias cambiarias, aunque hay límites prácticos sobre este tipo de maniobras: el control de cambios se aplica, en general, con regímenes de tipo de cambio fijo ajustable, o bandas, y hasta con tipos de cambio múltiples, incentivando la evasión a dichos controles mediante la subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones.

Este es el llamado riesgo "de transferencia" propiamente dicho: el riesgo de transformar moneda local en extranjera y transferir las remesas de pago de intereses y/o amortizaciones de capital a no residentes del país, tenedores de deuda en moneda extranjera. Sin embargo, como el poder del Estado para repudiar deuda en moneda local es superior a las potestades a bloquear el pago de deudas en moneda extranjera, generalmente la calificación de riesgo de la deuda en moneda extranjera es mejor a la de la deuda en moneda nacional.

Donde los riesgos de default y de transferencia son altos, las calificaciones de riesgo son bajas, siendo este el caso de la mayor parte de países emergentes. En consecuencia, para cualquier firma de tales países, sus calificaciones tienen como techo la deprimida calificación de los títulos de deuda del gobierno.

En el caso de las economías dolarizadas, un informe de Standard & Poor's de 1997 suscitó una publicitada controversia con Fitch-IBCA, al sostener que las economías con uso muy generalizado de una moneda fuerte, como el dólar de los Estados

Unidos, en países como **Panamá, Turquía, Argentina o Uruguay**, es de esperar un menor "riesgo de transferencia" que sus similares no dolarizadas para convertir dinero local en moneda extranjera y pagar su deuda externa. **En consecuencia, la calificación "techo" del gobierno debería ser mayor que la aplicada al mismo si no estuviera dolarizada.** El argumento es que hay circunstancias predecibles en las que podría caer en default el gobierno, pero las entidades del sector privado igual podrían continuar cumpliendo sus obligaciones externas sin restricciones.

El caso más obvio es el de **Panamá**, donde la larga historia de vínculos con los Estados Unidos impuso la circulación del dólar americano como la única moneda del país. Si bien hay algunas monedas denominadas en balboa, no hay ente emisor de balboas.

El **Banco Nacional de Panamá** opera como un banco comercial y de desarrollo. No tiene capacidad alguna de emitir una moneda distinta del dólar, porque no hay demanda de ella. **Panamá es más que una economía dolarizada (en el sentido de que una parte importante de los activos se expresan en dólares): es una economía totalmente basada en el dólar.**

La **ciudad de Panamá** es hoy un centro bancario *offshore* que atrae depósitos de otros países latinoamericanos. **La irrestricta intermediación financiera garantiza la libertad de flujos de capitales, y ha permitido a las empresas privadas panameñas cumplir con sus obligaciones, aún cuando el gobierno panameño ha caído en default** algunas veces en los últimos 20 años. Esto es lo que ha inducido a las calificadoras de riesgo a justificar para las empresas privadas calificaciones de riesgo superiores a la del gobierno.

Sin embargo, no puede extenderse el criterio a cualquier otro país: **que un país utilice el dólar de los Estados Unidos como medio de cambio no garantiza que ese mismo país disfrute de calificaciones de riesgo del mismo nivel que el de entidades comparables de los Estados Unidos.**

Como ya hemos observado, hay otras implicancias respecto del uso de la moneda de otro país. En Panamá, la oferta de base monetaria **depende de factores externos (entre otras por la política monetaria de los Estados Unidos) más que de decisiones del gobierno local.** La obvia renuncia a la soberanía monetaria expone al país a que en crisis políticas extremas, como cuando se produjo el conflicto entre el general Noriega y el gobierno de los EEUU, este último bloqueó las remesas de fondos a Panamá, hundiéndolo en una fuerte recesión, porque Panamá no tiene un banco emisor que hubiera comenzado a imprimir moneda propia.

La salida de capitales hace subir la tasa de interés interna, afectando a los deudores locales, e induciendo una recesión. Por el contrario, el ingreso de capitales tiene los efectos opuestos. En consecuencia, la variabilidad y volatilidad del PIB, las ventas minoristas, la producción industrial, el empleo y los precios de los bienes inmuebles pueden ser (a priori) mayores que en economías que poseen su propia moneda. Esto

es un factor que hace bajar la calificación de empresas altamente expuestas a tal volatilidad, especialmente los bancos. **Sin embargo, la experiencia de Panamá es de una baja volatilidad de variables nominales y reales.**

¿Es esto comparable con economías como la ecuatoriana donde el dólar no ha reemplazado casi totalmente al sucre como moneda? Como hemos mencionado, **la dolarización tiene su origen (y tal ha sido el caso ecuatoriano) en una pérdida de confianza en la moneda propia como reserva de valor en períodos de alta inflación.** La creciente dolarización es un síntoma revelador de percepciones generalizadas y expectativas de condiciones económicas potencialmente inestables y tendencias inflacionarias.

Para algunas calificadoras de riesgo, es preferible una reversión de la dolarización, esto es, una sustitución de moneda extranjera por local como una tendencia permanente, aun cuando no parece ser factible en países como el Ecuador, que se ha dolarizado por decisión del público.

En el Ecuador, gran parte de los deudores del sistema bancario están obligados en dólares, pero perciben ingresos en sucres. Los bancos y las empresas están endeudados sobre todo en dólares, percibiendo ingresos en sucres. El sostenimiento del sistema de bandas como régimen cambiario ha generado un escenario de asunción de riesgo cambiario descubierto por individuos, familias, bancos y empresas no financieras. Todos los agentes económicos están alertas a posibles devaluaciones. Todo ello incita a una mayor dolarización, la cual cubre el mencionado riesgo cambiario.

Otro evento probable y relacionado con lo antes dicho y que sería catastrófico, es un posible *default* o cesación de pagos del Gobierno Nacional de las deudas interna y externa. Tal decisión provocaría una crisis devastadora que pulverizaría toda confianza en el ya muy decaído sucre. Es claro que un empeoramiento de las cuentas fiscales no haría más que producir salida de capitales, más una importante dolarización de la economía, sumada a una fuerte subida de las tasas de interés en sucres.

Adicionalmente, las caídas de la liquidez y de la confianza en el sistema bancario, generalizadas en el último período, se han traducido en fuga de depósitos, corte de la cadena de pagos, caída en las ventas, la producción y el empleo, deterioro de la calidad de los créditos, aumento de las quiebras y de las presiones de asistencia financiera sobre el gobierno nacional (empezando por los bancos en problemas y los municipios y consejos provinciales).

En tal escenario el aumento de los *spreads* entre tasas de créditos en sucres y en dólares aumenta sustancialmente. Las causas son las mismas que explican los *spreads* actuales entre las tasas en las dos monedas:

- *Expectativa de devaluación.*
- *Expectativa de imposición de controles de cambios.*

Esto hace que en un contexto de crisis o aún de amenaza de crisis, el sector bancario exhiba una elevada vulnerabilidad, pues poseen sustanciales *stocks* de deu-

da cuyo valor se derrumba en cualquier crisis, se deteriora su cartera activa, y enfrentan pérdidas de depósitos.

En consecuencia, no es de esperar que necesariamente la calificación del gobierno sea necesariamente inferior a la de alguna empresa local. Sólo podrían tener una calificación de riesgo superior a la del gobierno las empresas integrantes de un *holding*, con operación en todo el mundo, que exploten recursos naturales bajo condiciones privilegiadas de protección de su derecho propiedad sobre el recurso explotado, y/o que se trate de deuda protegida a través de arreglos de contingencia para cumplir con los compromisos ante una eventual catástrofe.

Un caso típico es el de **Kuwait**, que sobre la base de un vehículo de objeto especial, **en caso de invasión de su territorio, puede cumplir con el pago de sus deudas desde una cartera permanente de inversiones que se encuentra en Londres.**

Otro es el del banco BLADDEX de Panamá, que cuenta con la explícita protección del gobierno, cuya operatoria está totalmente aislada de cualquier tipo de crisis soberana. En este arreglo institucional ha incidido, evidentemente, la importancia que tienen para la economía y las autoridades de Panamá las relaciones con los bancos internacionales y los montos depositados en el sistema bancario local.

Es claro, entonces, que **la casi nula o imposible institución de barreras al acceso libre y sin interrupciones a fondos en centros financieros del extranjero, es el factor por excelencia en el aumento o disminución de la prima de riesgo país y en los dictámenes de las calificadoras de riesgo.**

La evidencia muestra que, en definitiva, **la dolarización y el riesgo soberano son independientes. Una dolarización parcial supone la existencia de riesgo cambiario y el aumento de dicho riesgo cambiario puede generar un aumento en la dolarización de las tenencias de fondos y de activos financieros de los individuos. A su vez, mayor o menor dolarización no tiene nada que ver con el riesgo soberano. Tampoco con el riesgo de transferencia**, porque ante la ausencia de un patrón de referencia respecto al cual establecer un tipo de cambio orientativo, las remesas al exterior pueden controlarse con medidas cuantitativas o impuestos. **Si la legislación que garantiza la libertad del movimiento de capitales es de muy dificultosa modificación, la dolarización es un factor que reduce sustancialmente el riesgo de transferencia y los spreads sobre bonos del Tesoro Americanos de los títulos de deuda externa, contribuyendo a mejorar la evaluación de las calificadoras de riesgo.**

III. Un caso de dolarización total sin banco emisor: Panamá

III. a. Características fundamentales

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 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 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 offshore, pero en su mayoría operan también con clientes locales.

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.

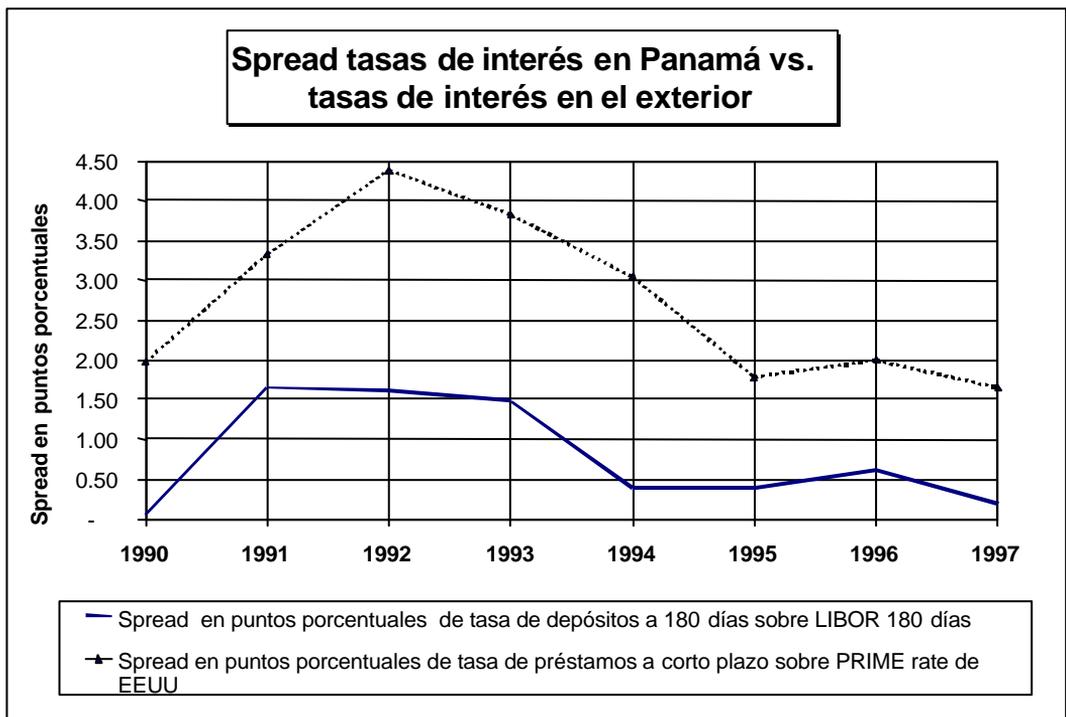
La clave está en la combinación de dolarización con integración financiera plena y la total libertad para movilizar recursos hacia y desde el exterior.

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:

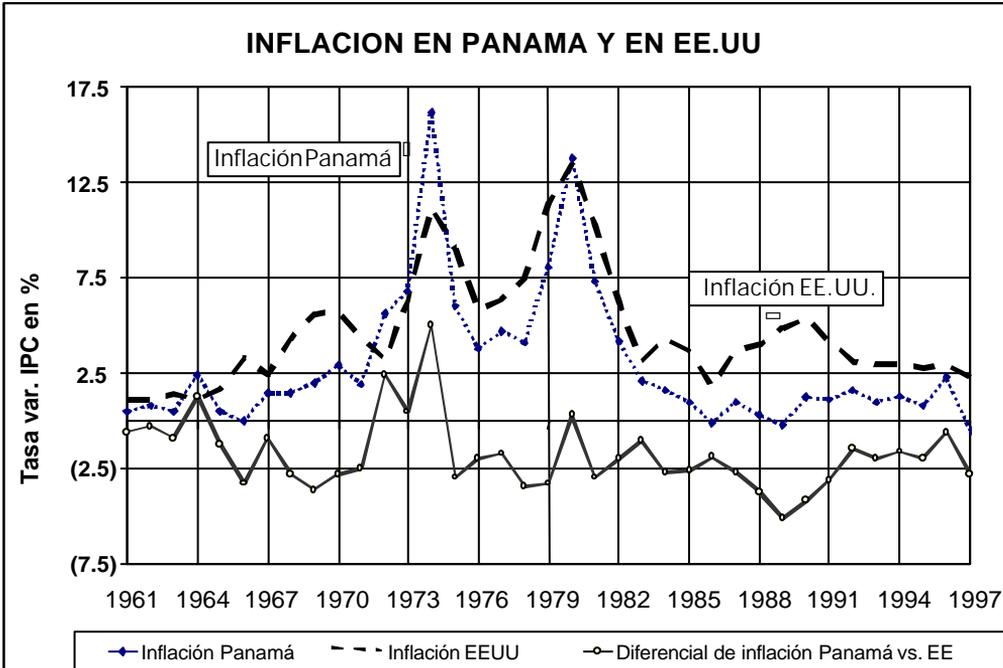
- Banca minorista: con clientes locales.
- Banca mayorista: transacciones interbancarias, préstamos a bancos locales, banca privada, *brokerage*.

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 spread 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 spread 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 (BID: "Special Report: Overcoming Volatility", en *Latin America: Economic and Social Progress. (1985)*. Washington DC).

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 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.

La liberación financiera de 1969-70 permitió desarrollar un respetable sistema financiero con 30 bancos internacionales (americanos, japoneses y europeos), más 10 bancos *offshore*. 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 spreads 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 (determinada por la demanda, al igual que en una convertibilidad), 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 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.**

III.b. 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)	Hitantes (millones)	PIB per cápita (en US\$)	Crec. % anual del PIB real	Inflación (var. % del IPV)	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

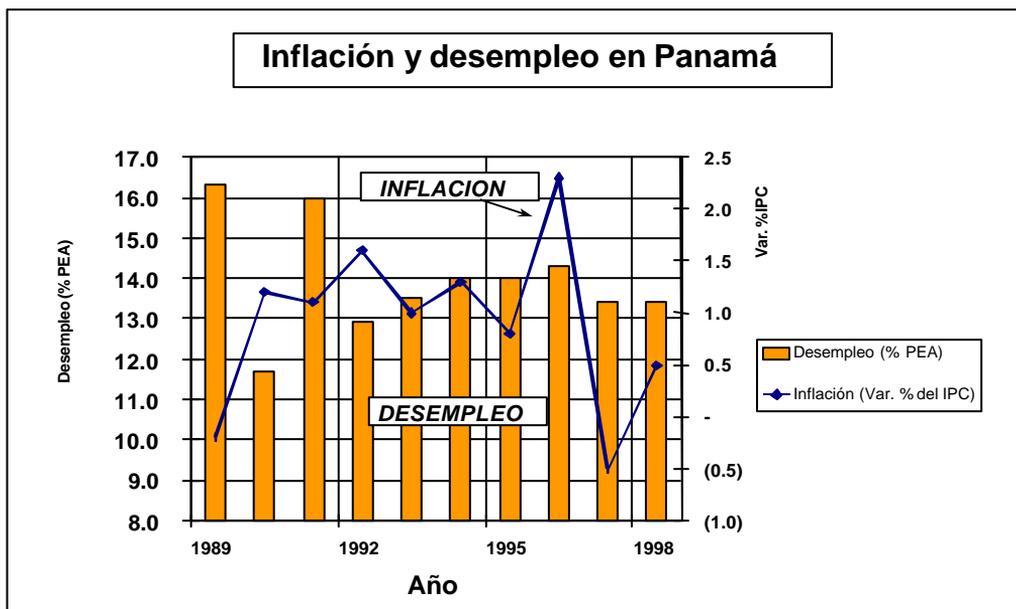
Fuente: Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

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.

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:

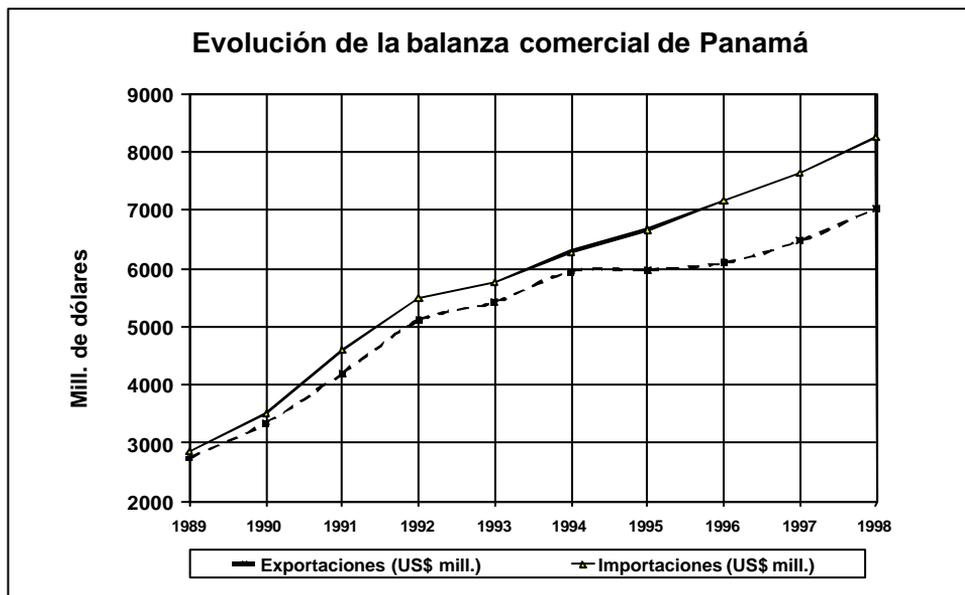


El comportamiento de esta economía pareciera ser la de un sistema relativamente insensible a los shocks externos: También es evidente un patrón de creciente ahorro interno que, como vemos en la siguiente tabla, tiende a ubicarse en torno del 22% del PIB, con cuentas fiscales superavitarias desde 1992:

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 J.P. Morgan

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:



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:

AÑO	Exportac. (US\$mill)	Importac. (US\$mill)	Saldo comerc. (US\$ mill)	Saldo C/C (US\$ mill)	Saldo Cta. 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

Con respecto a la apertura de esta economía, la misma es espectacular: **el coeficiente de apertura comercial supera el 150% del PBI 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 (Exp. + Import.)/PIB	Saldo Comercial/PIB	Saldoc/c (% PIB)	Saldo Cta. de Capital (% PIB)	Saldo Bza. de de P. (%) 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 JP Morgan

El atractivo de la banca *offshore* explica el comportamiento espectacular 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 están 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 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	3,998.0	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	6,995.0	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 JP Morgan.

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 internac. (US\$mill.)	Reservas/ PIB (%)	Reservas/Deuda externa de plazo corto
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 JP Morgan

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

El gobierno actual, que asumió en 1994, está ejecutando 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.

De acuerdo con los últimos informes del Fondo Monetario Internacional, la política económica del 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.

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.

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":**

	<i>Moody's</i>	<i>S& Poor's</i>	<i>Fitch-IBCA</i>
Panamá	Ba1	BB+	BB+
Argentina	Ba3	BB	BB
Brasil	B2	BB-	BB-

IV. La economía ecuatoriana: las cifras, la política económica y el proceso de dolarización

La economía ecuatoriana, al igual que la de Panamá, es típicamente pequeña y abierta. Su población se aproxima a los 12,2 millones de habitantes, su Producto Interno Bruto se acerca a los 20.000 millones de dólares y su PIB per cápita es de 1.650 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. Contrariamente a Panamá, en la cual son preponderantes los servicios, en el Ecuador el 50% de la producción es obtenida a través de actividades como la agricultura, la minería y la industria.

El crecimiento económico en el Ecuador **ha sido poco significativo** en la década de los 90, con importantes distorsiones macroeconómicas. Los indicadores económicos primarios así lo demuestran:

<i>Año</i>	<i>PIB MLLS US\$</i>	<i>POBLACIÓN MILES</i>	<i>PIB PER CÁPITA</i>	<i>CRECMTO % DEL PIB REAL</i>
1989	9.714	10.029	969	0,3
1990	10.569	10.264	1.030	3,0
1991	11.525	10.502	1.097	5,0
1992	12.430	10.741	1.157	3,6
1993	14.540	10.981	1.324	2,0
1994	16.880	11.221	1.507	4,3
1995	18.006	11.460	1.571	2,3
1996	19.157	11.698	1.638	2,0
1997	19.760	11.937	1.655	3,4
1998	19.710	12.175	1.619	0,4

Fuente: Banco Central del Ecuador

Aparentemente, en términos de dólares, el PIB del Ecuador tiene un crecimiento permanente en toda la década; sin embargo, el crecimiento real de este agregado es más bien bastante modesto; lo que estaría demostrando la presencia de un importante atraso cambiario.

En promedio para la década, el PIB real crece a una tasa del 2,67% anual, apenas algo más que la población, que registra una tasa promedio de crecimiento del 2,2%, lo que significa que la economía ecuatoriana en los años 90 habría permanecido estancada. Si sumamos a este estancamiento la década perdida por la crisis de la deuda que afectó a toda la América Latina en los años 80, observamos que el ingreso per cápita de los últimos 20 años del Ecuador ha crecido en apenas el 0,3% en promedio anual, manteniéndose entonces los niveles de vida de 1980. El Ecuador entonces habría perdido dos décadas de desarrollo.

Por otra parte, la inflación (superior siempre al 20%), la volatilidad cambiaria y las altas tasas de interés, han caracterizado de manera penosa a la economía ecuatoriana de la última época, como se observa a continuación:

<i>Año</i>	<i>INFLACIÓN VARIACIÓN % ANUAL</i>	<i>COTIZACIÓN SUCRESPOR US\$</i>	<i>INDICE TIPO DE CAMBIO REAL 1992 = 100</i>	<i>TASAS INTERÉS NOMINALES ACTIVAS (1 AÑO)</i>
1995	22,9	2.922	87,66	50,95
1996	24,4	3.627	88,34	59,15
1997	30,7	4.438	83,43	46,86
1998 julio	34,2	5.280	81,32	55,40
1998 agosto	34,2	5.494	82,18	56,36
1998 setiembre	37,8	6.136	86,29	64,57
1998 octubre	44,0	6.816	93,14	64,30
1998 noviembre	45,0	6.486	87,67	65,62
1998 diciembre	43,4	6521	90,40	64,39
1999 enero	42,3	7.119	94,67	66,64

Fuente: Banco Central del Ecuador

Con semejantes niveles de inflación, de volatilidad cambiaria, de atraso en el tipo de cambio real y de tasas de interés activas, superiores a la tasa de inflación en más de 20 puntos porcentuales, así como con un crecimiento económico de subsistencia, 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 para 1998 llegó a superar el 80%.

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 equivale a más del 10% del Producto Interno Bruto, como se observa a continuación:

Año	Exportac. US\$mlls.	Importac. US\$mlls	Saldo comerc. US\$ mlls	Saldo c/c US\$ mlls	Saldo Cta Ktl US\$mlls	Saldo R.M.I US\$mlls	Exp+ Im / 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

Fuente Banco Central del Ecuador.

Adicionalmente, en 1998, por primera vez 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 en 1998 tuvieron una importante caída en los mercados internacionales, llegando a cotizarse a un promedio de 8 dólares el barril.

Con estos breves 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 internacional y dinamicen el crecimiento de manera ordenada, porque el déficit de cuenta corriente normalmente corresponde a pobres comportamientos en las finanzas públicas y en el endeudamiento externo. La siguiente tabla nos ilustra al respecto:

Año	Resultado Operacional S.Públ. Mils mllns sucres	Deuda Públ. Externa US\$millones	Deuda Públ. Externa/ PIB %	Servicio Deuda/ Expt. %	Deuda Privd. Externa US\$millones
1989	-62,2	11.365,9	117,01	48,4	119,3
1990	38,2	12.052,0	114,03	46,1	158,2
1991	-68,0	12.629,5	109,58	44,9	163,5
1992	-223,8	12.537,0	100,87	41,9	165,9
1993	-28,9	13.025,0	89,58	28,2	254,8
1994	218,6	13.757,8	81,50	24,3	602,7
1995	-522,1	12.378,9	68,76	28,6	828,4
1996	-1.796,6	12.628,0	65,92	23,0	1.555,1
1997	-2.016,0	12.579,1	63,66	31,3	1.958,1
1998	-6.157,3	13.240,8	68,15	29,3	2.520,1

Fuente: Banco Central del Ecuador

Ciertamente, 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, esto es, como moneda genuina.

Además, el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de la reserva monetaria internacional no puede continuar en el tiempo, es urgente la aplicación de correctivos estructurales, que sin duda pasan por un nuevo esquema monetario para el país. Un típico programa de estabilización pocos efectos tendría dadas las magnitudes de los desequilibrios macroeconómicos observados.

Pero adicionalmente el Ecuador se encuentra sumergido en una crisis financiera interna sin precedentes. El sistema de pagos está colapsado y varios bancos, de los más grandes, han mostrado serios problemas de liquidez y hasta de solvencia, lo que ha provocado que el Banco Central incremente los créditos subsidiados a dichos bancos, generándose de esa manera un aumento sustancial de precios y ataques especulativos al tipo de cambio.

La severidad de la crisis sólo puede encontrar una salida a nuestro juicio, el decretar de manera unilateral la dolarización de la economía.

V. Propuesta de dolarizar la economía ecuatoriana siguiendo el modelo de Panamá

El sistema panameño muestra una vía alternativa para formalizar de jure una dolarización total en el sentido de dar curso legal al dólar estadounidense como moneda única para nuestro país.

Para evaluar su conveniencia o no, cabe recordar las características distintivas de la economía ecuatoriana.

- 1) La economía es bimonetaria y los individuos tienden a preferir usar dólares a sucres.
- 2) Ya casi no existen restricciones para utilizar como medio de cambio el dólar de los Estados Unidos, si bien el sucre es la única moneda de curso legal.
- 3) El Banco Central del Ecuador emite sucres de acuerdo a una programación monetaria, en la cual tienen importancia provisiones reales y la Reserva Monetaria Internacional.
- 4) Los dólares se utilizan en compraventas de bienes de consumo durable, bienes de capital, inmuebles y contratos de servicios. También se celebran contratos de préstamos, depósitos, locación de bienes y servicios en dólares.

- 5) No hay tendencia hacia la desdolarización de depósitos ni de préstamos, sino todo lo contrario
- 6) Parcialmente no existe indexación automática de contratos ni de salarios a la inflación o devaluación monetaria. Sin embargo, de plano, los contratos de importancia se efectúan directamente en dólares.
- 7) El mercado cambiario es libre, aunque suele estar intervenido indirectamente por el Banco Central.
- 8) La cuenta de capital es abierta. No existen restricciones a la movilidad de capitales.
- 9) Persisten, sí, restricciones a la habilitación de entidades financieras para operar como bancos comerciales en nuestro país. La Superintendencia de Bancos ejerce un control sobre la apertura de sucursales tanto para la banca comercial como para la banca de inversión.
- 10) El mercado bancario se encuentra concentrado en pocas entidades, de las cuales tres estatales y en las demás predominan las entidades privadas y actualmente intervenidas por la Agencia de Depósitos.
- 11) La normativa prudencial para bancos está poco desarrollada y todavía en discusión.
- 12) La composición de las carteras de fondos de pensión todavía no existe o tiene un muy incipiente desarrollo.
- 13) La supervisión prudencial de compañías de seguros y de fondos comunes de inversión está poco desarrollada y en discusión.
- 14) En el mercado de crédito persiste un elevado spread entre tasas de interés en sucres y en dólares.
- 15) La prima de riesgo que deben pagar los bonos de deuda pública se ha visto afectada negativamente por las recientes crisis globales.

Existen tres formas de concretar una profundización de la existente dolarización del Ecuador: optar por una dolarización unilateral; llevar a cabo un acuerdo entre varios países para optar por el uso del dólar como moneda común, renunciando a la emisión de moneda propia; y, finalmente, un Tratado de Asociación Monetaria con EEUU dejando abierta la posibilidad de que se sumen otros países latinoamericanos.

Caben al respecto diversas lecturas, pues en todos los casos el escenario de partida para el Ecuador es siempre el mismo: las carteras del público están dolarizadas, el ecuatoriano medio piensa y razona en términos de precios en dólares al igual que los banqueros ecuatorianos, que tienen el permanente temor que el gobierno manipule políticamente el régimen cambiario.

Una dolarización de jure, eliminando la existencia del sucre, tiene entonces diversas ventajas y desventajas.

Las ventajas son las siguientes:

- 1) Elimina definitivamente la incertidumbre cambiaria, que desalienta inversiones y obstaculiza el movimiento de capitales desde y hacia el país.
- 2) Al eliminar el riesgo cambiario, desaparece el spread entre tasas activas en sucres y en dólares existente en el sistema bancario ecuatoriano, convergiendo el costo del crédito al nivel de tasas en dólares.
- 3) Al desaparecer el sucre como moneda, los dólares mantenidos como reservas internacionales en el Banco Central pasan a manos del público, lo que reduce (al menos potencialmente) la posibilidad de que el Estado incremente sus déficits y que al incurrir en problemas de liquidez, se apropie de dichas reservas para financiar sus erogaciones.
- 4) Elimina definitivamente toda posible indexación de precios y salarios de la economía, pues el público definitivamente pasa a pensar exclusivamente en dólares.
- 5) Torna absolutamente imposible el establecimiento de controles en el mercado de cambios, reduciendo en gran medida el riesgo de transferencia. En consecuencia, los títulos de deuda pública y privada deberán pagar una prima de riesgo país por riesgo soberano (*de default*) y nada más, si el Ecuador mantiene la total apertura de la cuenta de capitales.
- 6) En el corto plazo puede inducir un aumento del ahorro promedio de la población.
- 7) Se elimina la posibilidad de que el Banco Central actúe como prestamista de última instancia.

Los costos a asumir son los siguientes:

- 1) El gobierno renuncia definitivamente a percibir ingresos en concepto de señoreaje.
- 2) La liquidez interna queda *definitivamente* fuera de control del gobierno, respondiendo su comportamiento a los vaivenes del sector externo y a las decisiones de la Reserva Federal. Las mismas son anticíclicas para los Estados Unidos, independientemente de si terceros países utilizan dólares o poseen regímenes de tipo de cambio fijo con respecto al dólar.
- 3) Se deja de percibir ingresos por las inversiones de las reservas del Banco Central, pues dichas reservas quedan en manos del público y del sistema financiero.
- 4) Debería implementarse en la transición hacia el sistema dolarizado un mecanismo para deflacionar rentas en sucres (intereses de depósitos y bonos, alquileres, arrendamientos, cuotas de *leasing* y otras rentas pactadas en sucres).

- 5) Es necesaria la aprobación conjunta por parte de los Congresos del Ecuador y de Estados Unidos, y la aprobación de la Reserva Federal. Difícilmente se podrá lograr el consenso necesario en el corto plazo.
- 6) Con libre movilidad de capitales y total liberalización financiera, la política fiscal pasa a ser inefectiva como instrumento compensador de desequilibrios macroeconómicos.

Los riesgos son los siguientes:

- 1) La supervisión del sistema financiero debería ser más rigurosa en todos los segmentos de la industria financiera (bancos, compañías de seguros de todos los segmentos -elementales, vida, retiro, riesgo de trabajo-, fondos comunes de inversión, agentes y casas de bolsa, administradoras de fondos). La unificación de criterios según lineamientos de fraccionamiento de riesgos, altos capitales mínimos y supervisión consolidada, **probablemente induzca una mayor concentración oligopólica de la industria financiera, siendo poco probable que las tasas de interés converjan a los niveles de Estados Unidos. Si persiste, en cambio el actual funcionamiento de los entes regulatorios con criterios poco solventes, el riesgo sistémico puede aumentar.**
- 2) La Agencia de Seguro de Depósitos resultaría algo redundante ante una crisis sistémica, pues el prestamista de última instancia serían las casas matrices de los bancos extranjeros controlantes del sistema financiero ecuatoriano. Sin embargo, podrían no tratarse (en su mayor parte) de bancos AAA, por lo tanto el sistema corre el riesgo de quedar sin prestamista de última instancia ante una crisis global de larga duración, a menos **que se amplíe el papel de la Agencia de Depósitos.**
- 3) Al forzar el sistema a que la economía no incurra en persistentes déficits de cuenta corriente, los déficits fiscales nacional y municipal no pueden sostenerse en el tiempo. **Se corre el riesgo de que los gobiernos de los municipios tarde o temprano paguen sus compromisos con bonos utilizables como medio de cambio. El sistema no debe permitir que ninguna administración inicie ni sugiera una "desdolarización" ni la circulación de monedas y cuasi-monedas municipales.**
- 4) **Es poco probable pero debería tomarse en cuenta, que otros países, sobre todo los vecinos, desaten una agresiva política de devaluaciones competitivas y promociones industriales para inundar con sus productos al Ecuador.**
- 5) Es probable que en el corto plazo, no pocos inversores institucionales, observen con escepticismo este cambio estructural, pero **el riesgo mayor es que no se apruebe ninguna ley que favorezca la dolarización, básicamente por una irracional oposición basada en argumentos emocionales sin fundamento alguno.**

La sustentabilidad de una dolarización por ley supone, por otra parte:

- a) Una **supervisión prudencial mucho más rigurosa** que la observada en los años noventa.
- b) Un **Estado que cobre impuestos en dólares, gaste en dólares, se endeude en dólares y cancele sus deudas en dólares.**
- c) **Un entorno que dificulte a los municipios mantener crecientes déficits fiscales ni para el Gobierno Nacional financiarlos con aportes del Tesoro Nacional o con un festival de deuda externa.**
- 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) **La renuncia a medidas discrecionales para controlar los flujos de capitales (cupos, impuestos, etc.).**
- f) Una eventual **aceleración hacia la integración continental en el marco del NAFTA, perdiendo sentido profundizar el Grupo Andino.**
- g) La puesta en marcha **de un sistema de dinero endógeno**, cuyo stock depende del ingreso neto de divisas al país y de los equilibrios macroeconómicos.
- h) **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 en el caso de Panamá.
- i) **Cláusulas legales que otorguen a esta dolarización carácter irreversible, de lo contrario no sería creíble.**

VI. Conclusiones

El proceso de dolarización de la economía ecuatoriana es irreversible, pues surge de una decisión de los agentes económicos. No es una dolarización impuesta, sino es de demanda. Los ciudadanos tienen preferencia por el dólar de los Estados Unidos para usarlo como dinero.

La dolarización ocurrida en el Ecuador no responde a un proceso fortuito o de cambio de preferencias. Son las amenazas continuas de depreciación y devaluación del sucre las que han llevado a los agentes económicos a "protegerse" y utilizar el dólar como moneda genuina.

Los continuos y permanentes desequilibrios macroeconómicos vividos por la economía ecuatoriana desde 1980, han llevado al sucre a una depreciación acelerada. Tasas de inflación altas, déficits fiscales endémicos, crisis de balanza de pagos, quiebras de las entidades financieras, fugas de depósitos y de capitales y permanentes

devaluaciones han hecho que el sucre ya no cumpla las funciones clásicas del dinero.

En los actuales momentos, el sucre apenas funciona como medio de cambio para transacciones menores. El utilizarlo como reserva de valor o unidad de cuenta es altamente costoso, debido a su inmediata depreciación. Las transacciones mayores han dejado casi totalmente de realizarse en moneda nacional.

El dólar de los Estados Unidos ha reemplazado en los hechos al sucre como unidad de cuenta, reserva de valor y medio de cambio.

No queda, entonces, otra alternativa que otorgar curso legal al dólar en el Ecuador, mediante una dolarización unilateral, confirmada por la economía real. Las ventajas son casi inmediatas y provocaría la recuperación de los equilibrios macroeconómicos en el corto plazo.

El decretar la dolarización en el Ecuador supondría la imposibilidad de la mantención de déficits fiscales y del cobro del impuesto inflacionario, y desaparecería la función de prestamista de última instancia para el Banco Central.

Si bien en este trabajo se utiliza como paradigma al modelo panameño de dolarización, de todas maneras se debe observar las especificidades de la economía ecuatoriana. De todas formas, el caso de Panamá es un ejemplo cercano y absolutamente aplicable en el Ecuador.

El no considerar el proceso de dolarización de la economía ecuatoriana, en estos momentos, sesgaría profundamente el análisis, toda vez que, al menos en montos, un porcentaje superior de las transacciones se realizan en dólares de los Estados Unidos. Igualmente, ningún agente racional utilizaría en el Ecuador al sucre como reserva de valor y unidad de cuenta.

Finalmente, el decretar la dolarización, a más de legalizar lo ya decidido por los agentes económicos, obliga al Gobierno Nacional a buscar el equilibrio macroeconómico. Desaparece el diferencial cambiario y las tasa de interés tenderán a alinearse a las internacionales, cosa parecida ocurrirá con los precios internos.

VII. Bibliografía

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. *Memoria del Gerente General*, Quito, BCE, 1997

Boletín Mensual No. 1.764, Quito, BCE, febrero de 1999.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. "Special Report: Overcoming Volatility", en *Latin America: Economic and Social Progress*, Washington D.C., 1985.

BANCO NACIONAL DE PANAMÁ. *Memoria*, Panamá, 1997

CALVO, GUILLERMO. *On Dollarization*, University of Maryland, abril, 1999.

Argentina's Dollarization Project: A Primer, manuscript, febrero, 1999.

- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Washington D.C., Occasional Paper 171, 1999.
Annual Report, Washington D.C., 1997.
World Economic Outlook, octubre 1998.
- FREIDEN, J., GHEZZI, P. y STEIN, E. *The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America*, Washington D.C., BID, Working paper, 1998.
- HAUSKRECHT, A. *El fenómeno de la dolarización*, La Paz, DSE/ILDIS, 1994.
- MACEDO, M. *Represión financiera y patrón de financiamiento latinoamericano*, Santiago de Chile, Revista de la CEPAL, No. 53, 1994.
- ORTIZ, G. *Currency substitution in Mexico: the dollarization problem*, Journal of Money, Credit and Banking, 15, No. 2, 1983.
- ROJAS-SUÁREZ, L. y WEISBROD, S. *Financial Fragilities in Latin America*, Washington, IMF Occasional Paper, No. 132, 1995.