

Mateo Villalba
Editor

Dolarización: dos décadas después

Serie Economía y Territorio N° 1



2019

Dolarización: dos décadas después/ editado por Mateo Villalba. Quito : Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador - CONGOPE : Ediciones Abya Yala : Incidencia Pública del Ecuador : El Instituto de Trabajo y Economía – ITE. 2019

xii, 228 páginas : figuras, gráficos, tablas (Serie Economía y Territorio; 2)

Incluye bibliografía

ISBN: 9789942096616

DOLARIZACIÓN ; ECONOMÍA ; POLÍTICA MONETARIA ; SISTEMA ECONÓMICO ; SOCIOLOGÍA ECONÓMICA ; ECUADOR. I. VILLALBA, MATEO, EDITOR

332.46 - CDD

Primera edición: 2019

© **Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador – CONGOPE**

Wilson E8-166 y Av. 6 de Diciembre

Teléfono: 593 2 3801 750

www.congope.gob.ec

Quito-Ecuador

Ediciones Abya Yala

Av. 12 de Octubre N24-22 y Wilson, bloque A

Apartado Postal: 17-12-719

Teléfonos: 593 2 2506 267 / 3962 800

e-mail: editorial@abyayala.org / abyayalaeditorial@gmail.com

Quito-Ecuador

Incidencia Pública Ecuador

Calle San Luis Oe8-78

San Francisco de Pinsha, Cumbayá

Teléfono: 593 999 012 226

e-mail: incidenciapublica.ecuador@gmail.com

Quito-Ecuador

El Instituto de Trabajo y Economía - ITE

Carlos Calvo 1378

Ciudad Autónoma de Buenos Aires-Argentina

Coordinador general de la serie: Francisco Enríquez Bermeo

Edición: Mateo Villalba

Corrección: Isángela

Diseño y diagramación: Antonio Mena

Impresión: Ediciones Abya Yala, Quito-Ecuador

ISBN: 978-9942-09-661-6

Tiraje: 1000 ejemplares

Impreso en Quito-Ecuador, septiembre de 2019

Las opiniones de los autores no reflejan la opinión de las instituciones que patrocinan o auspician la publicación.

Este trabajo se llevó a cabo con una subvención del Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador – CONGOPE

Serie Economía y Territorio

Es un espacio creado por el CONGOPE e Incidencia Pública para debatir entre los gestores de la política pública, la academia y la sociedad civil sobre el desarrollo desde una perspectiva económica y territorial.

Índice

Presentación	VII
<i>Pablo Jurado Moreno</i>	
Prólogo	IX
<i>Francisco Enríquez</i>	
Introducción	1
<i>Mateo Villalba</i>	
Dos décadas de dolarización, ¿qué hemos aprendido sobre este esquema monetario?	7
<i>Mateo Villalba</i>	
La dolarización y el timbre cambiario	43
<i>Alberto Dabik</i>	
Revisión histórica y técnica del uso del dólar en el Ecuador	65
<i>Carlos de la Torre Muñoz</i>	
Dolarización: efectos y riesgos en el caso ecuatoriano	95
<i>Manuel González Astudillo</i>	
Una aproximación sociológica sobre dolarización y cultura en el Ecuador	111
<i>Andrés Chiriboga Tejada</i>	
La dolarización: origen, evolución y futuro <i>Carlos Cordero Díaz</i>	163
La convertibilidad en perspectiva: apuntes sobre su sostenibilidad <i>Mariano Beltrani, Juan Cuattromo y Ariel Lieutier</i>	191

Dos décadas de dolarización ¿qué hemos aprendido sobre este esquema monetario?

Mateo Villalba*

Resumen

Ecuador está dolarizado desde el año 2000. Este esquema monetario ha traído ventajas y desventajas para el desempeño de la economía ecuatoriana. La ventaja más importante gira en torno a la estabilidad del poder adquisitivo del dinero en el tiempo, lo que refuerza la confianza en la moneda y genera beneficios para el desempeño económico. La principal desventaja es la imposibilidad de tener una política monetaria plena para enfrentar los ciclos económicos y los choques exógenos. Pero más allá de estas particularidades, la dolarización cuenta con gran aceptación por parte del público en general y la coincidencia entre la gran mayoría de actores políticos de que el esquema se debe mantener. Sin embargo, muy poco se dice sobre cuáles son las condiciones necesarias para que este esquema monetario se mantenga en el tiempo o cuáles son sus límites de sostenibilidad. En el presente texto se explora, de manera general, qué hemos aprendido sobre los elementos clave y las condiciones necesarias para sostener la dolarización en el mediano y largo plazo.

Palabras claves: dolarización, sostenibilidad del esquema monetario

* Economista por la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, Maestro en Economía y doctorante en Economía del Desarrollo por la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales. Se ha desempeñado como subsecretario de Política Económica, de Inversión Pública, viceministro encargado de Economía, viceministro encargado de Planificación del Desarrollo y gerente general del Banco Central del Ecuador.

Antecedentes y economía política de la dolarización

Con la creación del Banco Central del Ecuador, en 1927, el país tuvo por primera vez una moneda nacional emitida privativamente por una entidad pública. El flamante instituto emisor de aquella época inauguró el monopolio estatal de la moneda y la posibilidad de hacer política monetaria desde el Estado. Para 1928, el tipo de cambio alcanzó los cinco sucres por dólar de los EE.UU. Luego de 53 años, el dólar estadounidense había ganado valor frente al sucre. El tipo de cambio, para 1980, llegó a los 28 sucres por dólar. Es decir, en más de 50 años el sucre había perdido, aproximadamente, cuatro veces su valor frente al dólar. Pese a que este aumento del tipo de cambio fue importante, la dinámica de incremento se dio de manera paulatina, durante un largo periodo de tiempo y sin mayores sobresaltos, a diferencia de lo que sucedería en las próximas dos décadas.

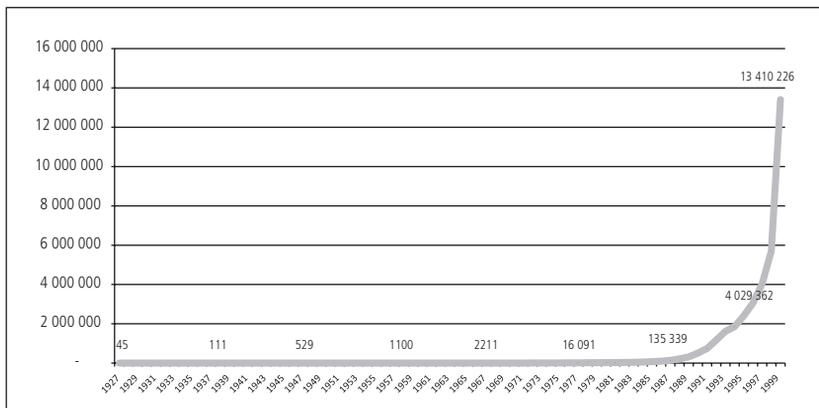
Entre 1980 y 2000 se dio el estallido del tipo de cambio que pasó de 28 sucres por dólar a 25 000, acompañado de la inflación más alta registrada en la historia del Ecuador, que se disparó hacia el 100% para el final del siglo XX. Es decir, un incremento del tipo de cambio en casi 1000 veces en un lapso de apenas 20 años. Varios factores explicaron este desempeño tan negativo. Entre los más importantes se pueden destacar la incidencia de choques exógenos como: el aumento de las tasas de interés internacionales y la consecuente crisis de la deuda externa, importantes terremotos y fenómenos de El Niño que acarrearón graves consecuencias, la guerra no declarada con el Perú en la década de los noventa y los desplomes del precio del petróleo y de algunos de los principales productos de exportación ecuatorianos. Sin embargo, cabe mencionar que la política pública y el comportamiento de la banca privada también incidieron negativamente en este desempeño. Durante la década de los ochenta se dio la denominada “sucretización”, una política de subsidio a favor de empresarios locales que se endeudaron en el extranjero en dólares estadounidenses y que, al no poder pagar sus deudas, recurrieron a la ayuda estatal, más específicamente a la del Banco Central del Ecuador, que les otorgó un tipo de cambio subsidiado mediante el cual el Estado ecuatoriano se hizo cargo de buena parte de sus deudas privadas. La forma de financiar esto fue mediante emisión

monetaria del Banco Central, lo que ocasionó que vía impuesto inflación se socialicen estas pérdidas privadas. En palabras sencillas, las pérdidas privadas las pagamos todos los ecuatorianos mediante el aumento de precios, que fue ocasionado por una agresiva expansión de la cantidad de dinero (en moneda nacional) que puso en circulación entonces el Banco Central del Ecuador para captar dólares con los cuales hacerse cargo del pago de buena parte de esas deudas privadas. Algo similar sucedió en los años noventa, cuando el Banco Central del Ecuador emprendió el salvataje bancario más grande de la historia, destinando miles de millones de dólares (solo entre diciembre 1998 y diciembre de 1999 una magnitud cercana al 26% del PIB) en préstamos de liquidez, compra de bonos y créditos subordinados para inyectar liquidez a 15 instituciones financieras privadas, de las cuales 13, incluyendo las más grandes, terminaron quebradas y en manos del Estado (aproximadamente el 70% del patrimonio del sistema financiero de la época). Otra vez, socialización de pérdidas privadas vía intervención monetaria. La dinámica de la expansión de la base monetaria¹ y su correlato con la evolución del tipo de cambio, que se muestran en los gráficos a continuación, ilustran la magnitud del problema en la historia monetaria del Ecuador.

Como se puede apreciar en el gráfico 1 en la página siguiente, desde 1927 hasta mediados de los años 80, el incremento de la base monetaria es casi imperceptible con relación a lo que sucedió en los años posteriores. La expansión de la base monetaria a partir de mediados de los años 80 fue de proporciones nunca antes vistas en la historia económica del Ecuador y sería, además, la antesala del fin de la moneda nacional.

¹ La base monetaria incluye: especies monetarias en circulación, depósitos de entidades financieras en el BCE y la disponibilidad en caja del BCE y de las entidades financieras que captan depósitos (OSDs). Con la dolarización, la base monetaria también incluye la moneda fraccionaria metálica y el denominado dinero electrónico, durante su tiempo de vida, entre octubre de 2014 y marzo de 2018.

Gráfico 1. Dinámica de la base monetaria (1927-2000)
Saldos en millones de sucres



Fuente: BCE.

Los últimos años de la década de los 80 y toda la década de los 90 registraron un agresivo incremento de la base monetaria. Al inicio de este periodo, se hace evidente el efecto de la emisión monetaria realizada para adquirir los dólares que le permitieron al Banco Central de Ecuador hacer frente a las obligaciones derivadas de la sucretización. Ese significativo incremento de la base monetaria pronto fue multiplicado por las operaciones de crédito del sistema financiero. De esta manera, un primer periodo de inusual expansión monetaria se da entre 1985 y 1993, como se puede observar en el gráfico 1. A partir de 1994, se promulga la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y la ley de Mercado de Valores, así como otras reformas legales.² Estas leyes apuntaban hacia la liberalización del sistema financiero nacional con la finalidad de facilitar su crecimiento. Desde entonces, la expansión de la base monetaria fue mucho más agresiva, tomando una tendencia explosiva hasta fines del siglo XX, como se puede evidenciar en el gráfico 1.

² Los cuerpos legales que fueron reformados por la expedición de estas leyes fueron la Ley de Régimen Tributario Interno, la Ley de Compañías, la Ley General de Bancos, la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, entre otros.

Durante este segundo periodo, protagonizado por la liberalización y crecimiento del sistema financiero, se dio la expansión explosiva de la base monetaria. Entre 1994 y 2000, la capacidad de control de la autoridad competente (Superintendencia de Bancos y Seguros) no se incrementó al mismo ritmo, ni de manera oportuna para responder a las necesidades de control que impuso el vertiginoso crecimiento. Además, dentro de este mismo periodo también se dio el más grande proceso de salvataje bancario de la historia del Ecuador, sobre el cual se tenga registros, que inició en marzo de 1995 con la asistencia financiera al Banco Continental. Por un lado el crecimiento del sistema financiero incrementó el crédito de manera descontrolada (atendiendo las demandas de crédito de buena calidad pero también demandas de crédito de alto riesgo –o mala calidad– e incluso prácticas nefastas como los denominados “créditos vinculados”. Esto, a su vez, aumentó los depósitos y por ende la base monetaria. Por otra parte, en este segundo periodo, también el Banco Central del Ecuador, muchas veces por medio de emisión monetaria, desembolsó miles de millones de dólares para asistir a la banca privada con el propósito de prevenir quiebras eminentes que, en la mayoría de los casos, no se pudieron evitar. La magnitud de esa asistencia financiera estatal a la banca privada fue de proporciones nunca antes registradas, como ya se señaló antes: cerca del 26% del PIB solo entre diciembre 1998 y diciembre de 1999. Así fue como, en este segundo periodo 1994-2000, entre la expansión descontrolada del sector financiero privado y la asistencia estatal del Banco Central a la banca privada, se impulsó una violenta explosión (o rápido crecimiento) de la base monetaria. Este crecimiento no solo fue el mayor y más rápido de la historia del sucre, sino que terminó liquidando la confianza en la moneda nacional, como veremos más adelante.

Para 1998, la creciente inflación y el incremento sostenido del tipo de cambio había menoscabado gravemente la confianza del público en el sucre. El dólar de los EE.UU., hace tiempo ya, se había convertido en una alternativa monetaria para salvaguardar el poder adquisitivo de los acreedores y facilitar la estabilidad de precios en ciertas transacciones económicas. Bajo este grave escenario de desconfianza y debilitamiento de la moneda nacional, en julio de 1998, se promulga la Ley del Fondo de

Seguro de Depósitos, mediante la cual se introducía por primera vez en el Ecuador un esquema de seguro de depósitos. Dicha ley nunca llegó a aplicarse, pues el diseño técnico del sistema no satisfacía los intereses de los grupos de presión organizados en torno a la banca. En respuesta a esta pugna distributiva, el 1 de diciembre del año 1998, el Congreso Nacional publicó en el Registro Oficial No.78 la Ley de Reordenamiento en Materia Económica, en el Área Tributario Financiera, mediante la cual se derogó la Ley del Fondo de Seguro de Depósitos y se creó la Agencia de Garantía de Depósitos (AGD). Dicha Agencia apareció en la economía nacional con cuatro características: garantía ilimitada de depósitos, entidad aseguradora de carácter estatal, provisión de fondos a través de deuda pública y emisión del Banco Central, y ausencia de mecanismos que penalicen el riesgo y fortalezcan la disciplina de mercado. Como si lo anterior no fuese suficiente, también se aprobó la creación del impuesto a la circulación de capitales (ICC), mentalizado por sus proponentes e implementado en un inicio como un sustituto del impuesto a la renta. Esta tasa no logró los objetivos recaudatorios esperados, benefició exclusivamente a la élite de mayor renta del país, generó costos de transacción para todos los usuarios del sistema financiero, desincentivó los depósitos y las operaciones financieras en general, y terminó debilitando todavía más al entonces malogrado sistema financiero. Inmediatamente después de la expedición de esta Ley, entró en “reestructuración” el Filanbanco, la entidad bancaria más grande del país (por activos) de la época. Para marzo de 1999, cinco entidades bancarias habían entrado en “saneamiento cerrado” (Banco del Tungurahua, Financorp, Finagro, Banco del Azuay y Banco del Occidente) (Brito, 2000; Villalba, 2002). El lunes 8 de marzo de 1999, el superintendente de Bancos dio paso a un “feriado bancario” obligatorio. Días más tarde, las autoridades decretaron el estado de emergencia nacional y suspendieron las actividades del país los días 10 y 11 de marzo. La noche del 11 de marzo, el presidente de la República anunció que había emitido un Decreto Ejecutivo mediante el cual declaraba

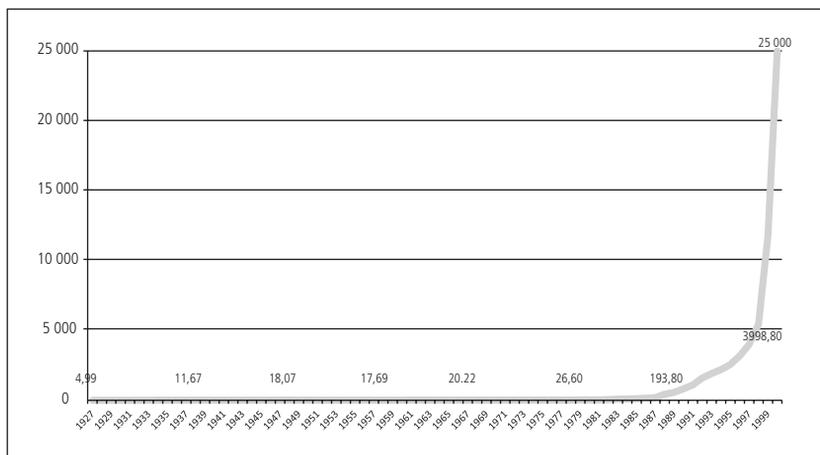
en estado de movilización a las instituciones financieras nacionales públicas y privadas, sus entidades off-shore, a las sucursales y agencias de

las instituciones financieras extranjeras que operan en el Ecuador, a las compañías administradoras de fondos, las de arrendamiento mercantil, fideicomisos mercantiles y las emisoras y administradoras de tarjetas de crédito; así como a las personas naturales o jurídicas que mantengan a la fecha deudas o créditos con ellas.

Para entonces, la poca confianza que la gente mantenía en la moneda nacional y en el sistema financiero había sufrido un golpe devastador.

En este momento, la historia monetaria de Ecuador registró la trilogía que dio fin al sucre. El aumento explosivo de la base monetaria fue acompañado por la explosión del tipo de cambio y la máxima inflación³ registrada en la historia económica del país, como se puede observar en los gráficos a continuación:

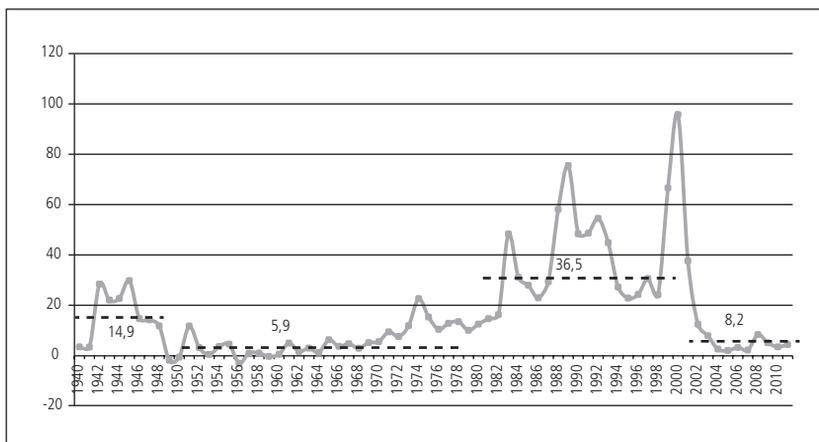
Gráfico 2. Evolución del tipo de cambio, sucres por dólar (1927-2000)



Fuente: BCE.

³ Inflación acumulada a fin de periodo y medida por la variación del índice ponderado de precios al consumidor.

Gráfico 3. Porcentaje de variación anual del índice ponderado de precios al consumidor (1940-2011)



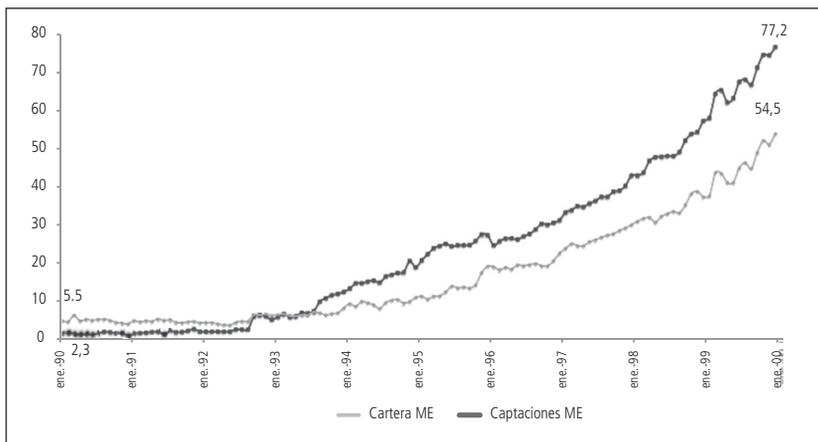
Fuente: BCE.

Para finales de los noventa, la escalada de la inflación y el tipo de cambio, en conjunto con el congelamiento de depósitos en marzo de 1999⁴ y el evidente debilitamiento del sistema financiero ocasionaron que la gente pierda totalmente la confianza en la moneda nacional.

La respuesta natural del público fue buscar refugio en el dólar para defender el poder adquisitivo de sus acervos monetarios. Para diciembre de 1999, antes de la entrada en vigencia de la dolarización oficial, la economía ya se había dolarizado de facto: bienes importados, arriendos de inmuebles y otros bienes durables se comercializaban normalmente fijando sus precios en dólares. El 54% de las captaciones y el 77% de las colocaciones de crédito del sistema financiero se realizaban ya en dólares, como se puede apreciar en el gráfico 4.

⁴ El congelamiento alcanzó aproximadamente 13,22 billones de sucres, equivalentes a 1042 millones de dólares a la cotización de esa fecha, y 2957 millones de dólares, tanto en la banca local como en la banca off-shore.

Gráfico 4. Porcentaje de cartera y captaciones en los bancos en USD con respecto al total (enero 1990-enero 2000)



Fuente: BCE.

Ante esta evidencia, la dolarización no parece ser una medida de política económica para enfrentar la crisis, como muchas veces se la suele presentar, sino más bien una consecuencia inevitable de dos décadas con choques exógenos importantes y una política monetaria y financiera explosiva que aniquiló la confianza de público en la moneda nacional. Bajo esas condiciones era muy difícil esperar un resultado diferente. La gente huía del sucre y se refugiaba en el dólar, a toda costa, para defender su poder adquisitivo. La economía ya estaba dolarizada de facto antes del año 2000. La autoría de la dolarización fue colectiva, de la gente que buscaba proteger su amenazado poder de compra y del sistema financiero sobreviviente que se acoplaba a las circunstancias para sacar réditos económicos de las oportunidades que abría la crisis. En este sentido, la dolarización se puede explicar, en gran parte, como una consecuencia de los choques externos y la política económica (particularmente monetaria) de los años 80 y 90, y también, aunque en menor parte, no se puede negar que fue además una medida desesperada protagonizada por las autoridades y proponentes de la época.

Con la dolarización oficial en el 2000, el público pudo saciar una necesidad urgente: volver a confiar en una moneda que les permita mantener el poder adquisitivo de sus acervos monetarios. De aquí viene la popularidad del esquema de dolarización entre la población (85% según CEDATOS en diciembre de 2014). La bondad de una medida económica depende del contexto histórico (económico, político y social) en el cual se la implementa. Ante un contexto de grandes pérdidas sociales bajo discrecionalidad (manejo monetario de las décadas de los 80 y 90 en Ecuador), una regla (dolarización) minimizó dichas pérdidas, tal como lo señala alguna literatura económica respecto del dilema entre imponer reglas versus discrecionalidad (Kydland y Prescott, 1977; Barro y Gordon, 1983). Y por eso la dolarización se volvió tan popular entre la ciudadanía. Nadie está dispuesto a arriesgarse a volver a la incertidumbre monetaria de las últimas dos décadas del siglo XX. De aquí que la dolarización en Ecuador se ha llegado a convertir en una institución para la gobernabilidad política del país. Existe una suerte de acuerdo social entre la ciudadanía y la clase política (para garantizar la gobernabilidad del país) que se puede describir en la siguiente frase: “te dejamos gobernar si mantienes la dolarización, caso contrario atente a las consecuencias”.

Sin embargo, desde los primeros años del siglo XXI hasta septiembre de 2014, tanto el precio del petróleo como la evolución del tipo de cambio del dólar estadounidense frente a otras monedas importantes en el comercio internacional ecuatoriano (variables clave para el sector externo nacional) mantuvieron una tendencia favorable para sostener la dolarización. Esto es: precios del petróleo crecientes que se mantuvieron en altos niveles por varios años (es decir, flujos de entrada de divisa para el país por la exportación de crudo) y cotización del dólar estable o a la baja frente a otras monedas importantes en el comercio internacional ecuatoriano (exportaciones que se abaratan e importaciones que se encarecen). A partir de septiembre de 2014, la dinámica de estas variables clave cambió desfavorablemente y, pese a que la voluntad política de mantener el esquema monetario persiste, las condiciones económicas que posibilitaron en el pasado mantener la dolarización se han erosionado en los últimos años.

Elogio absoluto o total desaprobación son las opiniones más frecuentes sobre la dolarización cuando las personas opinan en calidad de cono-

dores de la materia o actores sociales interesados. Políticos, economistas y líderes de opinión tienen una relación de amor u odio con el esquema monetario. Suelen ser escasas las posiciones que ponen en la balanza lo bueno y lo malo para tratar de aproximar una evaluación con contrapuntos. Solución milagrosa o craso error, panacea o yugo insoportable, han sido las posturas más comunes que continúan predominando en nuestro medio, casi veinte años después de que el dólar estadounidense inició su circulación en Ecuador como moneda de curso legal.

Sin embargo, la anterior es una discusión estéril, pues no se puede negar que el dólar goza de alta popularidad entre la población, como se señaló anteriormente. Y es lógico: muy pocos estarían dispuestos a cambiar la moneda dura, que mantiene el poder adquisitivo en sus bolsillos, por una aventura de la que no se sabría qué esperar. Más aún si se considera la historia del sucre, particularmente la reciente de las décadas de los 80 y 90. La memoria colectiva suele tener mucho más presente la historia reciente que los registros históricos más alejados. De aquí el trauma que provoca pensar la posibilidad de volver a una moneda nacional. Los políticos lo tienen muy claro y por eso, incluso aquellos que en lo personal han sido críticos del esquema monetario, han defendido la necesidad de mantener la dolarización.

Dados estos antecedentes y con motivo de los 19 años del actual esquema monetario en Ecuador se presenció, en redes sociales, un debate en el que participaron diversos políticos y personajes de la opinión pública. La discusión giró en torno a la disputa sobre quién fue el “autor” de la dolarización. No hubo un claro consenso al respecto, sino más bien una confrontación entre diferentes propuestas que disputaban el protagonismo con afán de figurar. Como cirujanos disputando con orgullo la autoría de quién amputó el brazo gangrenado, mientras celebraban lo bien que se vive manco, se olvidaron de preguntar: ¿cuál fue la causa de la gangrena?

Frente a esta realidad, resulta importante comprender que la dolarización no se sostiene solamente con voluntad política, sino que precisa de trabajo y resultados económicos. El objetivo de los antecedentes de este subtítulo fue describir la dinámica que llevó a Ecuador a la dolarización y explicar por qué la sostenibilidad de este esquema monetario es un problema de gran relevancia para la economía ecuatoriana.

Pese a que la discusión anterior puede ser interesante en términos históricos, resulta curioso que en la opinión pública se olvide discutir lo realmente importante: qué debemos hacer ahora para garantizar la sostenibilidad de la dolarización. Mantenerla requiere de condiciones económicas concretas que solo se pueden construir con políticas acertadas, acuerdos amplios entre diferentes sectores y la superación del canibalismo político que impera en nuestra sociedad polarizada. Si no se empieza pronto a discutir positivamente sobre la sostenibilidad de la dolarización, tarde o temprano podríamos presenciar otra disputa estéril: esta vez será sobre la autoría de la debacle ocasionada por la expulsión involuntaria del esquema monetario. En este sentido, a continuación se explora qué hemos aprendido, en todo este tiempo, sobre cuáles son los elementos clave y las condiciones necesarias para preservar la dolarización en el mediano y largo plazo.

La dolarización como un esquema de reserva fraccionaria

La dolarización en la práctica es un sistema que ha funcionado siempre, de manera agregada, como un esquema de reserva fraccionaria. ¿Qué quiere decir esto? Que solo una fracción de la liquidez que circula en la economía nacional corresponde a especies monetarias emitidas por el sistema de la Reserva Federal de los EE.UU. (en adelante Fed) o tiene pleno respaldo en activos internacionales para ser convertibles en especies monetarias emitidas por la Fed. En otras palabras, solo una parte de la totalidad del dinero que circula en Ecuador son dólares de los EE.UU. en estricto rigor. La otra parte, que resulta ser la más grande, corresponde a tenencias monetarias convertibles a dólares o registros denominados en dólares.

Para ilustrar esta idea, analicemos los siguientes datos: la liquidez total disponible⁵ (M2) en Ecuador con saldo a abril 2019 es USD 54 011,82 millones. De esta liquidez total solamente USD 15 794,42 millones son especies monetarias en circulación (EMC) o billetes y monedas emitidas por la Fed que circulan por el territorio nacional. Las reservas internacionales (RI)

⁵ Es la suma de: especies monetarias en circulación, moneda fraccionaria metálica, dinero electrónico (entre octubre de 2014 y marzo de 2018), depósitos a la vista y el cuasidinerio.

o los activos internacionales líquidos de los que dispone el Banco Central del Ecuador y que podrían atender la demanda de efectivo de la economía (billetes y monedas) y las necesidades de giros al exterior (pagos o transferencias desde Ecuador hacia el extranjero) ascienden a USD 3488,32 millones (a esto deberían añadirse los activos en el extranjero de personas naturales o jurídicas privadas, pero por simplicidad y disponibilidad de datos se omiten por el momento). Si sumamos estos dos valores, correspondientes a especies monetarias emitidas por la Fed o convertibles en ellas, tenemos un total de 19 282,74 USD millones, lo que representa un 35,7% del total de la liquidez (M2). La diferencia, es decir un 64,3% de la liquidez total, se puede denominar bajo dolarización como “dinero endógeno” o emisión secundaria del sistema financiero nacional, o “dólares” creados endógenamente por las entidades financieras públicas y privadas del país al otorgar préstamos en repuesta a la demanda de crédito del público, tema del siguiente subtítulo. Volviendo al tema central, los agregados monetarios expuestos nos permiten constatar que solo una parte de la liquidez total que circula en la economía ecuatoriana es, o puede ser convertida, a especies monetarias emitidas por la Fed o, hablando estrictamente, a dólares. De aquí se puede concluir que la dolarización en Ecuador ha funcionado y funciona como un esquema de reserva fraccionaria.

La posibilidad de expandir la liquidez más allá de la disponibilidad de divisas emitidas por la Fed, o de activos convertibles a esa divisa, es justamente uno de los elementos que permite funcionar y facilita la sostenibilidad de la dolarización. De esta manera, la liquidez puede expandirse para responder a las necesidades de la economía real. En este sentido, las rigideces que se suele asociar a un régimen de tipo de cambio fijo extremo como la dolarización tienen su válvula de escape en este tipo de particularidades que muchas veces pasan desapercibidas para el público no especializado. De hecho, se suele repetir lugares comunes como aquel de que “bajo dolarización no se puede emitir”.

Sin embargo, la constatación del esquema monetario como un sistema de reserva fraccionaria, al no contar con un banco central capaz de imprimir billetes y acuñar monedas de curso legal, deja dos claras lecciones sobre su sostenibilidad: i) la confianza del público respecto de que podrá

convertir a billetes verdes (especies monetarias emitidas por la Fed o “dólares de verdad”) sus depósitos en cualquier momento, si lo desea, es lo que en realidad sostiene la dolarización; y, ii) un esquema monetario como este sin duda requiere de cierto respaldo o contingente que permita enfrentar situaciones adversas, si se presentan. Muchas veces estas adversidades pueden ser simplemente un cambio en las expectativas, de ahí que el respaldo o contingente más que servir como una reserva material de dónde tomar excedentes en caso de necesidad, se constituye en realidad como un sistema de control de expectativas, capaz de apaciguar aquellas expectativas adversas de los agentes económicos. Esto último resulta todavía más relevante en una economía con los antecedentes históricos monetarios de las décadas de los 80 y 90, que se han descrito hasta aquí.

Creación endógena de dinero en dolarización

En las economías modernas existen al menos dos formas de crear dinero: la emisión primaria, que consiste en imprimir billetes y acuñar monedas por parte de los bancos centrales, y la emisión secundaria, que es la multiplicación del dinero que realizan las entidades financieras cuando otorgan préstamos o crean endógenamente dinero en respuesta a la demanda del crédito. De esta manera, la demanda de crédito genera endógenamente, a través del sistema financiero público y privado, el crédito y su contraparte, el depósito. En conjunto, al registrarse respectivamente en el activo y pasivo, expanden los balances de las entidades financieras y aumentan la liquidez agregada de la economía (M2). Es así como funcionan los sistemas financieros a nivel internacional. El estado del arte de la macroeconomía mantiene un amplio consenso respecto de este punto en la actualidad (incluso entre escuelas de pensamiento contrapuestas). El dinero es endógeno, es decir se crea y expande desde el ejercicio financiero de la propia economía en respuesta a la demanda de crédito. El postulado de la exogeneidad monetaria, o la idea de que únicamente la autoridad monetaria (Banco Central) es capaz definir y controlar plenamente los agregados monetarios, es una pieza de museo de la historia del pensamiento económico que

lamentablemente todavía subsiste en la opinión pública no especializada.⁶ Esto es particularmente evidente en el caso del Ecuador.

En palabras sencillas, la liquidez agregada de la economía (M2) se incrementa cuando las entidades financieras —públicas o privadas—, en respuesta a la demanda de crédito, otorgan préstamos y crean endógenamente dinero, lo que se puede constatar en los agregados monetarios y el registro contable de la expansión de los balances de dichas entidades. En los respectivos balances se registra un nuevo activo: la deuda que contrajo el deudor con esa entidad y, al mismo tiempo, se registra un nuevo pasivo: el depósito acreditado en la cuenta de ese deudor de donde él puede girar (crece el activo y el pasivo de la entidad en igual medida y el patrimonio permanece inalterado). Así, bajo esta segunda forma de crear dinero (creación endógena), el dinero —en “dólares”— no salió de la Fed, o del Banco Central del Ecuador, ni de las bóvedas o acervos de la entidad financiera prestamista. El crédito y su contrapartida, el depósito, fueron creados por esa entidad financiera, *ex nihilo* (de la nada), simplemente mediante un registro contable que se refleja en la expansión de su balance. Eso sí, siempre en respuesta a la demanda de crédito.

Bajo dolarización se renuncia a la capacidad de realizar emisión primaria, pero la secundaria se mantiene. La expansión de los sistemas financieros —mayor cobertura geográfica, poblacional y volumen de operaciones— y el avance de la era digital en el mundo han causado que la emisión primaria pierda espacio y la emisión secundaria sea la principal fuente de dinero disponible alrededor de todo el planeta. Según Positive Money, de todo el dinero disponible en el Reino Unido en 2014, por ejemplo, se estima que solo el 3% corresponde a billetes y monedas; el 97% son distintas formas de depósitos en las entidades financieras.⁷ En Ecuador, actualmente, como vimos en el subtítulo anterior, tan solo un 35,7% del total de la liquidez es, o puede ser convertido (inmediatamente y de manera simultánea), a especies monetarias emitidas por la Fed. Es decir, el 64,3% del dinero (M2) no es ni puede convertirse, simultáneamente y de inmediato, en billetes y

6 Los bancos centrales en la actualidad influyen en el desempeño de los agregados monetarios, principalmente, a través de instrumentos indirectos como el nivel de la tasa de interés.

7 <http://positivemoney.org/resources/>

monedas emitidas por la Fed y por tanto corresponde a creación endógena de dinero bajo dolarización.

En los últimos 19 años de dolarización, el porcentaje de EMC+RI en relación con el M2 siempre ha estado muy por debajo del 100%, lo que significa que buena parte de los “dólares” que utilizamos, no son más que una forma de dinero endógeno: registros contables. De hecho, la dolarización funciona, es viable y sostenible gracias a que el sistema financiero hace emisión secundaria y expande la liquidez lo suficiente como para permitir el adecuado desempeño de la economía real.

La sostenibilidad del esquema de reserva fraccionaria

Ahora, si el dinero puede ser creado de la nada –como lo podría hacer cualquier banco central de un país con moneda soberana– incluso en el caso de la dolarización, ¿cuáles son, entonces, los límites de sostenibilidad del esquema monetario de dolarización?

La clave para responder esta pregunta reside en comprender cómo funciona el esquema de reserva fraccionaria. Cuando la emisión secundaria expande la liquidez agregada, a través de la creación endógena de dinero, el volumen de depósitos a disposición de los agentes económicos aumenta. De estos depósitos, los agentes económicos pueden girar pagos o transferencias. Si estos pagos o transferencias se realizan por medios financieros de pago (cheque, transferencia electrónica, tarjeta de crédito o tarjeta de débito) y no en especie monetaria y, además, se efectúan al interior del circuito doméstico del sistema nacional de pagos (es decir que no transcienden las fronteras del Ecuador), no se requiere de reservas internacionales para ejecutar esas transacciones. Pero si los agentes económicos deciden demandar parte de sus depósitos en efectivo (billetes y monedas) o realizar un giro al exterior, el sistema financiero, a través del Banco Central, se ve obligado a recurrir a las reservas internacionales. En efecto, la única manera de obtener billetes y monedas emitidas por la Fed o realizar un giro al exterior en dólares de los EE.UU., es si se dispone de caja en divisas (especies monetarias emitidas por la Fed almacenadas en bóvedas) o si se

tiene la disponibilidad de activos internacionales (depósitos u otros valores en el extranjero) que se pueden liquidar para efectuar el giro al extranjero o importar la especie monetaria demandada (billetes o monedas).

En la práctica, las entidades financieras ecuatorianas (públicas, privadas y de la economía popular y solidaria) no suelen tener grandes bóvedas llenas de billetes y monedas emitidas por la Fed. Dichas entidades suelen disponer de pequeñas y medianas cajas o bóvedas operativas que les permiten atender la demanda de efectivo que enfrentan cuando sus depositantes se acercan a realizar un retiro en efectivo en ventanilla o en un cajero automático. A medida que sus existencias de billetes y monedas se agotan, lo usual es recurrir al Banco Central del Ecuador. Las entidades financieras mantienen depósitos en el Banco Central, llamados reserva financiera. De estos depósitos pueden ordenar retiros en efectivo. Así que, si un banco privado o una cooperativa de ahorro y crédito necesita más billetes y monedas de los que tiene disponibles en caja para atender a sus clientes, ordena un retiro en efectivo y envía un transporte blindado al Banco Central que recogerá el monto del retiro repartido en diferentes denominaciones de billetes y monedas para atender las necesidades de sus clientes. De igual manera, si un banco privado o una cooperativa de ahorro y crédito necesita realizar una transferencia al extranjero, para atender los requerimientos de sus clientes, ordenará al Banco Central un giro al exterior que se tomará de su reserva financiera y el Banco Central realizará el correspondiente depósito de pago en la cuenta de destino de la entidad financiera en el exterior que haya sido señalada por el cliente. Cabe mencionar que también hay ciertas entidades financieras privadas, generalmente de gran tamaño, que disponen de activos líquidos en el extranjero, lo que les permite atender directamente las necesidades de giros al exterior de sus clientes, pero dicha capacidad es de todas formas limitada. De esta manera, mientras el Banco Central del Ecuador tenga suficientes reservas internacionales para atender las demandas de efectivo y de giros al exterior de las entidades financieras, las entidades con suficiente reserva financiera, siempre podrán cubrir la demanda de efectivo y de giros al exterior de sus clientes. Un problema puede surgir si una entidad financiera no cuenta con suficiente reserva financiera, lo cual es poco usual, pues en Ecuador las entidades financieras suelen

estar largamente “sobre encajadas”, es decir que mantienen depósitos en el Banco Central muy por encima de lo que les exige la normativa para cubrir el encaje bancario y otros requerimientos de ley. Esto sucede, justamente, porque las entidades financieras utilizan al Banco Central como su proveedor de reservas para cubrir las necesidades de efectivo y giros al exterior. Entonces, queda claro que el verdadero problema para la sostenibilidad de la dolarización se puede dar si el Banco Central no cuenta con suficientes reservas internacionales para atender las necesidades de demanda de efectivo (billetes y monedas) y giros al exterior de la economía.

De aquí que la sostenibilidad del esquema de dolarización depende de que se disponga de un volumen suficiente de reservas internacionales para mantener la capacidad operativa necesaria para atender la demanda de efectivo (billetes y monedas) y los requerimientos netos de giros al exterior de los agentes económicos a través del sistema nacional de pagos. Por lo tanto, el nivel de reservas internacionales, y más precisamente la relación entre las reservas internacionales y la liquidez total (M2), es un elemento de gran relevancia para evaluar la sostenibilidad de la dolarización. El nivel de reservas internacionales del Banco Central y la respectiva capacidad que tiene el banco para cubrir sus obligaciones derivadas de la reserva financiera (o depósitos de entidades financieras en el Banco Central), siempre han sido sujeto de mucha atención en el debate sobre la sostenibilidad de la dolarización. Como ejemplo podemos remitirnos a la discusión sobre los cuatro sistemas del balance del Banco Central. Y creo que así debe ser, pues la importancia del nivel de reservas internacionales y la capacidad de cobertura de obligaciones del Banco Central del Ecuador, sin lugar a dudas, es fundamental para sostener el esquema monetario.

Sin embargo, cabe anotar que la calentura no está en las sábanas (nivel de reservas y cobertura), sino en las variables que explican lo que se necesita cubrir, que como se ha explicado aquí es la demanda de efectivo (billetes y monedas) y los giros al exterior. Estos últimos dos elementos han estado largamente ausentes en la discusión sobre la sostenibilidad de la dolarización, incluso en los foros especializados. Esta omisión se debe tal vez a que son muy pocos los profesionales en economía que conocen las particularidades operativas de la dolarización. La lección que hemos aprendido es

que estos dos elementos no pueden seguir fuera de la discusión si queremos conocer cuáles son los elementos clave y las condiciones necesarias para la sostenibilidad de la dolarización en el mediano y largo plazo.

Sector externo, productividad, competitividad, balanza de pagos, tipo de cambio nominal y tipo de cambio real

La intuición más simple sobre cómo funciona la dolarización suele ilustrarse con el ejemplo de una piscina. La estructura de la piscina es la economía y el agua es la cantidad de dinero que circula en esa economía. Se cuenta con una cierta existencia de agua en la piscina, digamos que no está plenamente llena; esto sería el dinero disponible en la economía doméstica. Además, existe una tubería de entrada de agua, que equivaldría a los giros de dinero desde el exterior que ingresan al país. Estos podrían ser por pagos de exportaciones realizadas por Ecuador, por préstamos —a entidades públicas o privadas— que recibe el país desde el extranjero, por inversiones que se realizan en el país con flujos provenientes del extranjero (inversión extranjera), por remesas enviadas por migrantes o por los dólares que traen al país los turistas extranjeros en sus bolsillos, entre otras posibilidades. También existe una tubería de salida, que equivaldría a los giros de dinero al exterior que se transfieren desde el Ecuador hacia algún país extranjero. Estos podrían ser por pagos de importaciones realizadas por Ecuador, por pago de intereses o amortización de deuda externa (pública y privada), por repatriación de ganancias y/o de capitales extranjeros, por los dólares que llevan al extranjero los turistas ecuatorianos en sus bolsillos, o por transferencias de dinero hacia el extranjero realizadas por cualquier otro motivo. Bajo el supuesto de “en dolarización no se puede emitir (crear) dinero” el funcionamiento de la dolarización se reduce a una dinámica muy simple: si entra más agua de la que sale, el nivel de agua de la piscina aumenta, lo que equivaldría a tener una economía cada vez con mayor liquidez. Si sale más agua de la que entra, tendríamos una economía con menor liquidez y que corre el riesgo de quedarse sin agua o suficiente liquidez para funcionar.

Pero, como hemos visto, el funcionamiento de la dolarización no es tan simple como el que se ilustra en la metáfora de la piscina. Para completar la metáfora debería introducirse en el ejemplo un segundo tipo de agua muy particular, que brota de la nada en el interior de la piscina y eleva el nivel total de agua, pero que no puede salir por la tubería de salida ni entrar por la tubería de entrada. Además, el ritmo al que brota de la nada este segundo tipo de agua depende de factores desconocidos que deberían ser considerados. Este nuevo flujo endógeno tendría consecuencias que también deberían tomarse en cuenta, entre otro tipo de consideraciones adicionales. Todo ello nos llevaría a una metáfora mucho más compleja.

No obstante, la idea central de esta metáfora resulta muy importante para indagar respecto de la sostenibilidad del esquema monetario. El sector externo, o el subconjunto de la economía que se dedica a los intercambios económicos con el extranjero es muy relevante para la dolarización, pues es la única vía del país para obtener dinero emitido por la Fed o dólares de los EE.UU. Como vimos, este es el único tipo de dinero en la economía ecuatoriana que permite atender la demanda de efectivo (billetes y monedas) y los giros al exterior (sea por pago de importaciones o cualquier otro concepto).

El registro de todo el dinero que, por diversos conceptos económicos, sale o entra de la economía doméstica se conoce como balanza de pagos. La balanza de pagos se desagrega en la cuenta corriente, que refleja el intercambio comercial internacional de bienes y servicios, y la cuenta financiera y de capitales, que registra las transacciones financieras del país con el extranjero y el movimiento de capitales desde y hacia el exterior. Si a lo largo del tiempo se mantiene un déficit o resultado negativo de la balanza de pagos, esto se convertirá en un problema de sostenibilidad para la dolarización, pues la economía tendrá cada vez menos posibilidades de cubrir sus necesidades de demanda de efectivo (billetes y monedas) y giros al exterior (pagos y transferencias al extranjero). Por esto, el desempeño de la balanza de pagos es fundamental para la sostenibilidad de la dolarización.

De todas las consideraciones que se pueden hacer para el desempeño del sector externo, la más importante es la que se relaciona con la productividad de la economía. Una economía con mayor productividad podrá competir de mejor manera en el intercambio comercial internacional. Sin

embargo, la productividad difícilmente puede variar de manera significativa en el corto plazo, por lo que su consideración debe evaluarse en un horizonte de mediano y largo plazo. Sobre la competitividad sucede algo similar: la competitividad sistémica del país, aquella que se fundamenta en la capacidad instalada de la economía real (dotación de recursos naturales, infraestructura y equipamiento, talento humano e instituciones sociales), tampoco experimentará grandes cambios en el corto plazo. Sin embargo, las fluctuaciones del tipo de cambio (nominal y real) pueden generar variaciones en la competitividad por precios en el corto plazo que afecten el desempeño de la cuenta corriente e incidan significativamente en el resultado de la balanza de pagos.

Si tomamos la cuenta corriente ecuatoriana, que suele ser el rubro más significativo de la balanza de pagos, y nos enfocamos únicamente en la balanza de bienes, podremos ver que un producto destaca entre las exportaciones. La exportación de petróleo crudo, por mucho tiempo, durante el periodo de dolarización, ha representado un alto porcentaje del total de exportaciones anuales del país. De ahí que el resultado de la cuenta corriente depende en gran medida del petróleo, y dado que la cantidad de extracción de crudo suele mantenerse sin mayor volatilidad, lo que incide en el corto plazo con gran impacto en el resultado de la cuenta corriente es el precio internacional del petróleo crudo, en la forma del precio marcador más utilizado, el WTI (West Texas Intermediate por sus siglas en inglés). Así que el desempeño de esta variable exógena se torna de particular importancia para analizar la sostenibilidad de la dolarización. De hecho, desde que inició la dolarización, los crecientes déficits de la balanza comercial⁸ no-petrolera que se registran anualmente han sido recurrentemente compensados (y sobrecompensados) con los superávits de la balanza comercial petrolera. En este caso la lección es simple, el precio internacional del petróleo es una variable muy relevante para la sostenibilidad de la dolarización en el corto plazo. Sin embargo, más importante y de mayor trascendencia resulta el desempeño de la extracción de petróleo como elemento de sostenibilidad

⁸ La balanza comercial registra las exportaciones totales menos las importaciones totales y arroja un resultado que puede ser negativo o positivo. En las estadísticas ecuatorianas suele desagregarse en petrolera y no-petrolera, dada la relevancia del petróleo en el comercio internacional ecuatoriano y la diferencia en el desempeño de estos dos subconjuntos de la balanza comercial total.

de la dolarización en el mediano y largo plazo. Al ser un recurso no renovable sujeto a un número limitado de reservas existentes, siempre debemos pensar qué puede pasar con el esquema monetario en un futuro sin extracción petrolera. La lección en este caso es que el petróleo, o su agotamiento en el futuro, resulta relevante a la hora de evaluar la sostenibilidad del esquema monetario; mucho más si lo que se considera es la sostenibilidad de largo plazo. Si se quiere mantener la dolarización en el largo plazo, resulta evidente que la economía debe encontrar la manera para mantener un sano desempeño en el sector externo en un futuro post-petrolero.

Como vimos arriba, la balanza de pagos no solo está compuesta por la cuenta corriente. Las transacciones financieras con el exterior y en especial las que realiza el sector público generan considerables rubros de entrada de divisas al país. Sin embargo, los préstamos con entidades extranjeras deben pagarse algún día a través de lo que se conoce como “servicio de deuda”, que engloba lo que se paga por interés y las amortizaciones de deuda externa dentro de un periodo de tiempo. Así que el endeudamiento externo, más temprano que tarde se convierte en una necesidad de giros al exterior. Ingresan en el presente un desembolso de capital, pero en el futuro saldrán pagos totales por el valor del capital más el interés. De aquí que, bajo dolarización, la dinámica del endeudamiento externo se complica. Es evidente y lógico que cualquier inversión que se financia con deuda externa obligatoriamente debe tener un retorno, financiero o social, superior a la tasa de interés que deberá pagarse por el crédito. Además, está la consideración sobre el requerimiento monetario de reservas internacionales que se necesitará en el futuro para cumplir con el servicio de deuda. Así que, bajo dolarización, el endeudamiento externo (público y privado) además de ser un asunto financiero y del sector externo, tiene implicancias monetarias que deben considerarse. Sucede algo similar con la inversión extranjera. En un inicio toda inversión extranjera traerá flujos de liquidez desde el exterior que incrementarán la liquidez agregada de la economía. En este sentido, *a priori* toda inversión extranjera puede parecer positiva desde el punto de vista monetario pues aumenta la liquidez y hace más sostenible la dolarización. No obstante, no todo tipo de inversión extranjera se desempeña de la misma manera. Hay inversión extranjera que se queda en el país, sin especulaciones

de corto plazo, y genera capacidad instalada, empleo y capacidades de producción en la economía. Este tipo de inversión no solo resulta beneficiosa desde el punto de vista del desempeño de la economía doméstica, sino que puede ayudar a elevar la productividad y la competitividad del país frente al mundo, lo que redundará en beneficios económicos que fortalecerán el esquema monetario. Pero también hay inversión extranjera especulativa, de corto plazo, u otra que se centra en actividades extractivas que explotan acervos naturales no renovables (como el petróleo o la minería) y conlleva la aspiración de repatriar grandes cantidades de ganancias inmediatamente luego de la extracción. Estos dos tipos de inversión extranjera tendrán efectos diferentes no solo sobre la economía, sino sobre la dinámica de flujos de entrada y de salida de divisas que implicará diferentes efectos sobre la necesidad de reservas internacionales para repatriar ganancias y capital. La lección es que no solo la cantidad del endeudamiento externo y de la inversión extranjera importan si se quiere fortalecer la dolarización, sino que las cualidades, entendidas como la calidad y la dinámica del endeudamiento y la inversión extranjera también son muy importantes para mejorar la sostenibilidad del esquema monetario en el mediano y largo plazo.

Si tomamos la cuenta corriente ecuatoriana que, como se dijo anteriormente suele ser el rubro más significativo de la balanza de pagos, podemos observar que en el intercambio comercial con el extranjero, el principal socio comercial, en el ámbito no petrolero, es la Unión Europea. De aquí que el tipo de cambio nominal entre el euro y el dólar de los EE.UU. resulta muy relevante para el desempeño de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esta es otra variable exógena –sobre la que no tenemos capacidad de incidencia– que debe considerarse y puede afectar la sostenibilidad de la dolarización. Una apreciación del dólar frente al euro puede complicar el resultado de la cuenta corriente, encareciendo las exportaciones ecuatorianas y abaratando las importaciones, lo que mermará el nivel de reservas internacionales. Algo similar, aunque de menor magnitud, sucede con el tipo de cambio nominal del dólar frente a las monedas de países vecinos como Colombia y Perú, países con los que se mantiene importantes flujos de comercio.

Pero incluso si no hay variaciones en el tipo de cambio nominal, la fluctuación de la relación entre los niveles de precio en el país extranjero y el

nivel de precios doméstico, lo que (multiplicado por el tipo de cambio nominal) se conoce como el tipo de cambio real,⁹ afectará el resultado de la cuenta corriente. En el caso del intercambio comercial con los países que tienen como moneda de curso legal el dólar de los EE.UU. (para un tipo de cambio nominal =1, por ejemplo con el principal socio comercial ecuatoriano, el propio EE.UU.) el tipo de cambio real incidirá en el desempeño de la cuenta corriente. Más allá de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal, que pueden ocurrir coyunturalmente al alza y a la baja con los diferentes países con los que se comercia, la dinámica del tipo de cambio real en el mediano y largo plazo será una variable fundamental para explicar la sostenibilidad de la dolarización en el futuro. De ahí que el tipo de cambio real resulta un elemento clave que debe ser considerado en todo modelo que pretenda explicar el funcionamiento del esquema monetario de dolarización.

Sector fiscal

El sector fiscal se refiere al subconjunto de la economía conformado por las entidades de sector público o estatales. Existen diferentes agregados para abordar al sector fiscal, como el gobierno central, que es un subconjunto del sector público no financiero. Ambas categorías son las más utilizadas para describir al sector fiscal. Las entidades que conforman estos subconjuntos de la economía tienen ingresos y gastos en su ejercicio económico; la diferencia entre estos dos rubros podrá dar un resultado positivo (superávit) o negativo (déficit). Un déficit requerirá financiamiento, que puede ser de fuente externa.

Como se describió en los subtítulos anteriores, el financiamiento externo tiene consecuencias sobre el desempeño del sector monetario. En un primer momento, el desembolso de un crédito desde el exterior puede favorecer la disponibilidad de liquidez en la economía y de activos externos

⁹ Para p^* = nivel de precios en el país extranjero y p = nivel de precios en la economía doméstica y t_n = tipo de cambio nominal, dado que en dolarización el tipo de cambio con los EEUU y otros países que mantienen el dólar como moneda de curso legal será igual a la unidad, el tipo de cambio real (τ_r) será definido como
$$\tau_r = \frac{t_n \cdot p^*}{p} = \frac{1 \cdot p^*}{p} = \frac{p^*}{p}$$

para el país (por ejemplo, un depósito en el extranjero a favor de la república en la cuenta del Banco Central del Ecuador que actúa como agente financiero de entidades ecuatorianas financieras y no-financieras que aumenta momentáneamente las reservas internacionales). Pero en un segundo momento, cuando se tenga que pagar el interés y amortizar el capital de esa deuda, se requerirá de reservas internacionales que permitan operativizar la transacción. De aquí que un sector fiscal con déficits recurrentes, obligado a recurrir a financiamiento externo, puede volverse un problema para la sostenibilidad de la dolarización, sobre todo si el desempeño de su economía no es bueno y si su balanza de pagos (o sector externo) arroja resultados negativos.

Por estas consideraciones, la existencia de un doble déficit (fiscal y externo) es un asunto de extremo cuidado para la sostenibilidad de la dolarización. A partir de septiembre de 2014, el precio internacional de petróleo se desplomó y el dólar comenzó a registrar eventos de apreciación consecutivos. Esto complicó el desempeño del sector externo. Adicionalmente, el Ecuador, venía de sostener importantes rubros de inversión pública y expansión del sector público, lo que implicó un desempeño deficitario del sector fiscal. La combinación de estos dos hechos llevó a agravar la situación de doble déficit. Si el doble déficit se mantiene en el tiempo constituye una alerta sobre la sostenibilidad estructural de la dolarización.

Por otra parte, debe considerarse que el gasto público de inversión en un país en vías de desarrollo, como Ecuador, estructuralmente tendrá un alto componente importado (maquinaria, equipamiento, servicios especializados y otros rubros relacionados con el desarrollo de la capacidad instalada doméstica y al proceso de asimilación de tecnología desde el extranjero). Por un lado, este tipo de gasto es fundamental para un país en vías de desarrollo y renunciar a éste no es una opción, si lo que se busca es el desarrollo. Por el otro, el componente importado de la inversión pública merma el resultado del sector externo (a través de la balanza de pagos). Cuadrar la ecuación no será sencillo. Además cabe señalar que en una economía de bajo desarrollo industrial, el gasto de tipo corriente, que en su gran mayoría paga remuneraciones a servidores públicos, también implicará un importante componente de importación (adquisición

de equipos, vehículos, vestimenta, entre otros). Por donde se vea, el gasto público impulsa importaciones, pero al mismo tiempo es un elemento de trascendental importancia para el desarrollo del país y el mejoramiento de las capacidades de su economía. El dilema no es fácil de resolver, pero la lección es clara: tanto el monto como la calidad del gasto público es fundamental en una economía dolarizada que quiere avanzar hacia el desarrollo y mantener su esquema monetario.

Para mantener controlado el déficit fiscal, sin comprometer las aspiraciones de desarrollo del país, no será suficiente reducir gasto sino que también habrá que preocuparse de los ingresos, sobre todo de aquellos ingresos permanentes que pueden sostener el funcionamiento y la intervención cotidiana del Estado. Esta última consideración es particularmente importante en una economía de baja presión fiscal,¹⁰ enormes desigualdades sociales y grandes necesidades de inversión y provisión de servicios públicos para el desarrollo, como es el caso de Ecuador.

Finalmente, parte de la clara lección de este subtítulo es que no se puede evaluar la sostenibilidad de la dolarización sin considerar el desempeño del sector fiscal, no solo en cuanto a su tamaño sino también a sus cualidades.

Inflación, crecimiento, sector FIRE y deflación de deuda

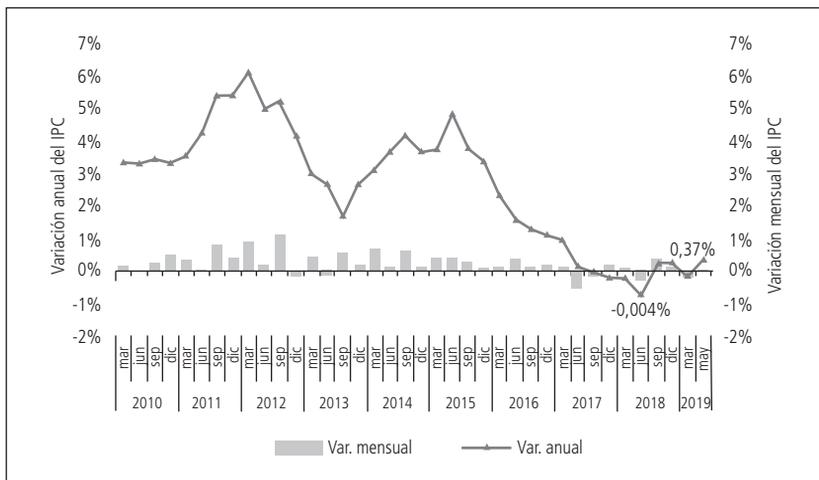
El beneficio más claro de la dolarización, en el contexto de los países en que se ha adoptado este esquema monetario, es contener la inflación. Existe mucha literatura especializada al respecto, tanto teórica como empírica, que corrobora esta afirmación. En el caso de Ecuador, la inflación no cedió de inmediato. Recién en el año 2003, tres años más tarde de la vigencia de la dolarización oficial (*de jure*), se pudo registrar una inflación prome-

10 La presión fiscal es la relación entre lo que pagan los agentes económicos, en una economía, por concepto de tributos y el ingreso nacional (medido con el producto interno bruto, PIB) o la participación del ingreso tributario en el PIB. América Latina es una de las regiones del mundo con menor presión fiscal. Por ejemplo, los países de la OCDE mantienen en promedio una presión fiscal de alrededor del 34%, mientras el promedio en América Latina apenas alcanza el 23% y en Ecuador es del 20,5% (OCDE et al., 2016).

dio anual de un solo dígito (cerca al 8%). Los factores estructurales del proceso inflacionario (poder de mercado, rigideces de oferta, indexación, entre otros) sostuvieron la inflación incluso con la introducción *de jure* del dólar como moneda de curso legal. Sin embargo, desde entonces (2003) la inflación (promedio anual) convergió a valores de un dígito y se mantuvo oscilando entre el 2% y el 5% (con excepción del año 2008 en que se registró un pico del 8%). Esta situación cambió de manera significativa a partir de 2016.

La inflación se puede asemejar a la frecuencia cardiaca de la economía de un país. Una economía con baja inflación que se mantiene de manera estable es equiparable a una persona sana, con un número de pulsaciones por minuto cercana al desempeño normal (entre 60 y 100 pulsaciones por minuto). Si por el contrario, la inflación empieza a aumentar drásticamente, la situación se puede asemejar a un paciente con taquicardia, una condición patológica que requiere atención. Si se presenta hiperinflación, podríamos hablar de un paciente que está a punto de sufrir un ataque cardiaco y que se expone a un riesgo de muerte. Por esto, contener la inflación siempre será un asunto de gran importancia en economía. Pero debe notarse que ello significa, siempre, mantener una inflación baja, pero positiva y estable. Si tomamos como ejemplo los bancos centrales más grandes de mundo, el Banco Central Europeo y la Fed, su objetivo inflacionario suele rondar el 2%, que en la analogía utilizada sería el rango de frecuencia cardiaca de entre 60 y 100 pulsaciones por minuto. Entonces, ¿qué sucede si la inflación empieza a caer por debajo del 2%? Obviamente no es una situación deseada, sino una alerta de que las cosas van mal. ¿Qué pensaríamos de un paciente que empieza a perder pulsaciones por minuto al punto de llegar a valores por debajo del umbral recomendado? Pasa lo mismo con la economía; la inflación cercana a cero no es una situación deseada y resulta muy peligrosa, pues revela que algo va muy mal. Al igual que con el paciente que pierde pulsaciones, una economía sin inflación, con deflación o inflación negativa, o cercana a cero, corre el riesgo de un colapso, que en materia económica se denomina deflación de deuda. Pero vamos a dejar ese concepto allí por un momento, para retomar lo que pasó con la inflación en la economía dolarizada de Ecuador a partir de 2016, como lo muestra el gráfico 5.

Gráfico 5. Evolución histórica de la inflación (2010-2019)
Variaciones porcentuales



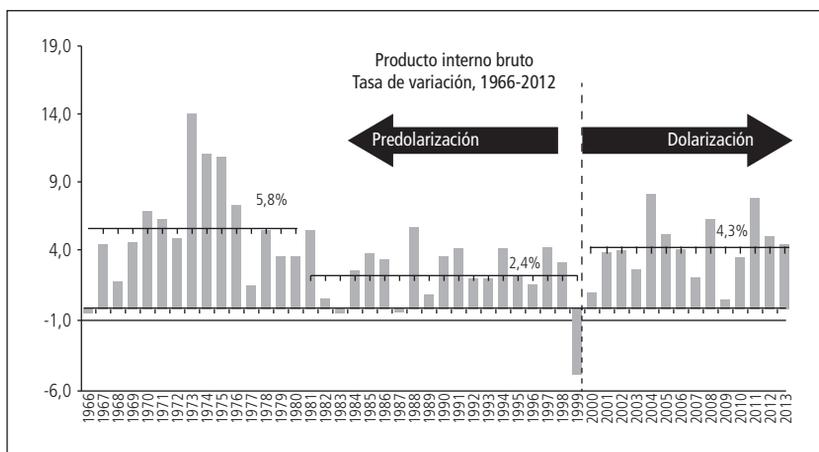
Fuente: INEC.

2016 fue un año atípico por su baja inflación. La economía se encontraba ya plenamente afectada por los choques exógenos del precio del petróleo y la apreciación del dólar, que surgieron a partir de finales del año 2014, y por los desequilibrios económicos registrados en el sector fiscal y externo, por no mencionar los efectos de la pugna política que también estaba en auge en aquel momento. Este cambio de comportamiento de la inflación, como se puede observar en el gráfico 5, se ha acentuado hasta el presente con registros deflacionarios reiterativos. Hasta entonces, durante el periodo de dolarización, la preocupación había sido la presencia de inflaciones superiores al 5% en una economía dolarizada, lo que llamaba la atención de los especialistas. Pero, a partir de 2016, lo que debería preocuparnos, y mucho, es observar cómo nuestra economía dolarizada presenta de manera persistente y reiterativa registros deflacionarios.

La literatura especializada señala que las economías que se dolarizan suelen presentar una reducción significativa de la inflación y una menor tasa de crecimiento de la economía. La pérdida de desempeño en el crecimiento

económico se puede explicar por la imposibilidad de contar con una política monetaria plena para enfrentar los ciclos económicos y los choques exógenos que se susciten. En el caso de Ecuador, la evidencia empírica demuestra que la inflación se redujo drásticamente en comparación con el periodo previo a la dolarización. En cuanto al crecimiento, la evidencia ha sido ambigua hasta hace pocos años atrás. Si bien los registros de crecimiento del periodo de la dolarización son superiores a los de las décadas de los 80 y 90, son inferiores a aquellos de los años 60 y 70, cuando el sucre fue la moneda nacional, como se puede evidenciar en el gráfico 6.

Gráfico 6. Dolarización y crecimiento, datos históricos por periodo



Fuente: BCE.

Sin embargo, en los últimos cuatro años (2016-2019), la baja inflación ha estado acompañada por un desempeño muy pobre del crecimiento económico, lo que podría configurar un preocupante escenario deflacionario y recesivo, que alerta sobre la posibilidad de una deflación de deuda. Pero antes de explicar este concepto, resulta necesario describir una importante tendencia de las economías en el mundo, de la que Ecuador no es la excepción.

El acrónimo FIRE, por sus siglas en inglés (*finance, insurance, and real estate*), se refiere al sector económico comprendido por las actividades

financieras, de seguros y de venta de bienes raíces. Este sector ha ganado muchísimo espacio en las economías de los países en las últimas décadas y también lo ha hecho en Ecuador. Cada vez más, la gente debe destinar una mayor proporción de sus ingresos para pagar deudas de consumo (finanzas), diversas coberturas de seguros (sector de servicios de aseguramiento) e hipotecas (bienes raíces). Esta situación ocasiona que el ingreso destinado al consumo sea cada vez menor, lo que implica una tendencia hacia la caída de la demanda agregada y la desaceleración económica en la medida que el sector FIRE gana participación. Si a esto le sumamos la deflación, la caída general de los precios en la economía elevará el valor relativo de las deudas (capital del préstamo, cuota del seguro y dividendo de la hipoteca). Es así porque el mismo valor de la deuda ahora equivale a un mayor poder adquisitivo en términos de bienes y servicios de la economía, así como también reducirá el valor de las garantías o colaterales de los créditos (valor de mercado de un vehículo prendado o de un inmueble hipotecado). Si las tendencias recesiva y deflacionaria se acentúan, afectando además ingresos y empleo, la gente puede experimentar graves dificultades para pagar sus deudas al sector FIRE. Si la gente deja de pagar las deudas, la tasa de morosidad aumentará en el sistema financiero, con el agravante de que, si se requiere ejecutar una garantía crediticia y realizar (vender) un bien que sirve de colateral para recuperar el crédito desembolsado, el precio de ese bien será menor por la deflación. Entonces, es posible que la entidad financiera experimente dificultades para recuperar el valor de los créditos colocados, entrando en una situación de vulnerabilidad. Si esta espiral se refuerza en el tiempo, con decrecimiento y deflación, puede llegar a desencadenar una crisis financiera. En una economía dolarizada, esta crisis afectará directamente la sostenibilidad de la dolarización y podría desencadenar una expulsión involuntaria del esquema monetario. Pues, a diferencia de una economía con moneda propia, en donde una crisis del sector financiero no necesariamente afectará al sector monetario, bajo dolarización, una crisis financiera derivará directamente en una crisis monetaria. Si la gente reclama masivamente sus depósitos en efectivo (billetes y monedas) o trata de transferirlos al extranjero (giros al exterior) ante un pánico bancario, la disponibilidad de las reservas internacionales puede verse agotada muy rápidamente.

La lección de este subtítulo es, tal vez, la más preocupante en la actualidad. Pues el desempeño de la inflación y el crecimiento en el Ecuador, hace cuatro años, nos alerta sobre la posibilidad de una crisis por deflación de deuda que podría poner en grave riesgo no solo a la dolarización y al sector financiero y monetario, sino a toda la economía en su conjunto.

Conclusiones

Más que una medida de política económica, la dolarización fue una consecuencia de dos décadas de choques exógenos adversos y una política económica de socialización de pérdidas privadas vía intervención del Banco Central. Con la liberalización y el crecimiento descontrolado del sistema financiero a mediados de los 90, la base monetaria, que había iniciado un periodo histórico atípico de rápido crecimiento desde mediados de los años 80, dio paso a una senda explosiva de expansión nunca antes vista que terminó disparando la inflación y el tipo de cambio al punto de ocasionar la pérdida total de la confianza en la moneda nacional. Antes de la dolarización oficial, *de jure*, en el año 2000, la economía ecuatoriana ya se había dolarizado *de facto*. La gente huía del sucre y se refugiaba en el dólar para defender su poder adquisitivo. Por lo tanto, la dolarización se puede explicar, en gran parte, como una consecuencia de los choques externos y la política económica. También, aunque en menor parte, no se puede negar que fue además una medida desesperada protagonizada por las autoridades y proponentes de la época. En este sentido, la reciente disputa que se ventiló en la opinión pública (a través de redes sociales) sobre la autoría de la dolarización, no es más que una discusión estéril. Lo realmente importante, que se debería discutir, es qué debemos hacer ahora para garantizar la sostenibilidad de la dolarización.

No toda la liquidez que circula en nuestra economía dolarizada corresponde a dólares de los EE.UU. en estricto rigor (especies monetarias emitidas por la Fed o activos convertibles a dichas especies). La mayoría de la liquidez total no es más que registros contables y derechos de giro. La dolarización, en su conjunto, funciona como un sistema de reserva fraccio-

naria que se sustenta en la confianza del público respecto de que podrá, a voluntad, convertir sus depósitos en efectivo (billetes y monedas) o en giros al exterior por pagos o transferencias de cualquier concepto. En este sentido, un esquema monetario como este sin duda requiere de cierto respaldo o contingente que permita enfrentar situaciones adversas, si se presentan. Muchas veces estas adversidades pueden ser simplemente un cambio en las expectativas; de ahí que el respaldo o contingente, más que servir como una reserva material de dónde tomar excedentes en caso de necesidad se constituye en realidad en un sistema de control de expectativas, capaz de apaciguar aquellas de los agentes económicos que fueran adversas.

El dinero es endógeno, es decir se crea y expande desde el ejercicio financiero de la propia economía en respuesta a la demanda de crédito. Esto implica que los bancos centrales no controlan plenamente los agregados monetarios (aunque pueden incidir en su desempeño de manera importante). Cuando las entidades financieras atienden la demanda de crédito del público en general, generan un doble registro, por un lado en su activo (crédito) y por otro en su pasivo (depósito) dejando inalterado su patrimonio y expandiendo su hoja de balance. Mediante este proceso se crea dinero *ex nihilo* (de la nada). Esto sucede en todas las economías modernas que cuentan con un sistema financiero en funcionamiento, independientemente de si poseen una moneda propia o están dolarizadas. Por esto, bajo dolarización la endogeneidad del dinero no cambia. De hecho, la dolarización funciona, es viable y sostenible gracias a que el sistema financiero hace emisión secundaria y expande la liquidez lo suficiente como para permitir el adecuado desempeño de la economía real. Esta particularidad de los sistemas monetarios modernos, combinada con la expansión de los registros contables en línea y los medios de pago electrónicos, hace que la diferencia entre una economía con moneda propia y una economía dolarizada no sea tan dramática como solía postularse en el pasado.

Desde un punto de vista práctico y operativo, la sostenibilidad de la dolarización depende de la capacidad del esquema monetario para atender dos demandas muy puntuales: i) la de efectivo (en billetes o monedas); y, ii) la de giros al exterior. Estos últimos dos elementos han estado largamente ausentes en la discusión sobre la sostenibilidad de la dolarización, incluso en los foros

especializados, tal vez porque son muy pocos los profesionales en economía que conocen las particularidades operativas de la dolarización. La lección que hemos aprendido es que estos dos elementos no pueden seguir fuera de la discusión si queremos conocer cuáles son las condiciones necesarias para la sostenibilidad de la dolarización en el mediano y largo plazo.

Más allá de las consideraciones anteriores, la importancia del sector externo sigue siendo trascendental para la sostenibilidad de la dolarización. Lamentablemente, la exportación de petróleo crudo fue, ha sido y será por mucho tiempo un elemento decisivo para el desempeño de la balanza de pagos. Hay todavía una gran dependencia de la economía ecuatoriana respecto de ese producto. Esta dependencia afecta particularmente al desempeño del sector externo. Dicho sector, o el subconjunto de la economía que se dedica a los intercambios económicos con el extranjero, es muy relevante para la dolarización, pues es la única vía del país para obtener dinero emitido por la Fed o dólares de los EE.UU., únicos activos que permiten atender la demanda de efectivo (en billetes o monedas) y de giros al exterior, aspecto operativo esencial para el funcionamiento de la dolarización. En este sentido, la importancia de la productividad y la competitividad sistémica son fundamentales para sostener este esquema monetario en el largo plazo, pero estas cualidades de la economía no suelen cambiar fácilmente en el corto plazo. De aquí que las fluctuaciones de ciertos tipos de cambio nominal, como los del dólar respecto de otras monedas de los grandes socios comerciales del Ecuador, y, sobre todo, la tendencia de mediano y largo plazo del tipo de cambio real son elementos fundamentales a ser tomados en consideración para comprender el funcionamiento y las condiciones de sostenibilidad de la dolarización. Adicionalmente, no se puede evaluar la sostenibilidad de la dolarización sin considerar el desempeño del sector fiscal, no solo en cuanto a su tamaño sino también a sus cualidades.

Finalmente, el crecimiento de la participación del denominado sector FIRE en la economía ecuatoriana, acompañado de registros deflacionarios y recesivos en los últimos cuatro años, genera una nueva alerta para la sostenibilidad de la dolarización, de la que tenemos que estar muy atentos. Esta alerta es el riesgo de sufrir una crisis financiera por deflación de deuda, lo que desencadenaría una crisis monetaria y podría poner en riesgo la sostenibilidad de la dolarización.

En conjunto, todo lo descrito en este artículo proporciona una base de discusión para explorar cuáles son los elementos clave y las condiciones necesarias para mantener la dolarización en el mediano y largo plazo. Dicha sostenibilidad no se puede constituir solamente sobre la base de discursos y voluntades políticas, sino que requiere de condiciones económicas concretas que solo se pueden construir con políticas acertadas, acuerdos amplios entre diferentes sectores y la superación del canibalismo político que impera en nuestra sociedad polarizada. Si no se empieza pronto a discutir propositivamente sobre la sostenibilidad de la dolarización, tarde o temprano podríamos presenciar una nueva disputa estéril: esta vez será sobre la autoría de la debacle ocasionada por la expulsión involuntaria del esquema monetario.

Bibliografía

- Banco Mundial (2012). *Financial Inclusion Data Global Index*. Banco Mundial.
- Barro, Robert y David Gordon (1983). “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”. *Journal of Monetary Economics* N° 1, Vol. 12: 101:121.
- Beckerman, Paul (2001). *Dollarization and Semi-Dollarization in Ecuador*. Banco Mundial.
- Brito, Pedro (2000). *Pánicos bancarios, suspensión de convertibilidad y garantía de depósitos. Una revisión general*. Quito: Banco Central del Ecuador.
- Carlin, Wendy y David Soskice (2014). *Macroeconomics: Institutions, Instability and The Financial System*. Nueva York: Oxford University Press.
- Edwards, Sebastian y Igal Magendzo (2003). “Dollarization and economic performance: what do we really know?” *International Journal of Finance & Economics* N° 4, Vol. 8: 351-363.
- Hallren, Ross (2014). *The Impact of Dollarization and Currency Boards on Income and Inflation: A Synthetic Control Analysis*. Oklahoma: Universidad de Oklahoma, Departamento de Economía.

- Jácome, Luis (2004). *The Late 1990's Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work*. Fondo Monetario Internacional.
- Jameson, Kenneth (2004). *Dollarization in Ecuador: A Post-Keynesian Institutional Analysis*. Salt Lake: Universidad de Utah, Departamento de Economía.
- Kydland, Finn y Edward Prescott (1977). "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans". *The Journal of Political Economy* N° 3, Vol. 85: 473-492.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Centro Interamericano de Administraciones tributarias & Banco Interamericano de Desarrollo (2016). *Estadísticas Tributarias en América Latina y El Caribe 2016*. París: OECD Publishing.
- Selgin, George (1994). *On Ensuring the Acceptability of a New Fiat Money*. Columbus: Ohio State University Press.
- Sigurjonsson, Frosti (2015). *Monetary Reform. A Better Monetary System for Iceland*. Reykjavik: Oficina del Primer Ministro de Islandia.
- Solórzano, Gustavo, Iván Rivadeneyra Camino y Luis Ángel Guamán (2010). "Cambio estructural en la competitividad ecuatoriana después de la dolarización". *Economía del Caribe* N° 6: 71-94.
- Villalba, Mateo (2011). *Instituciones y desempeño económico*. Quito: Ediciones Abya-Yala.
- Wray, Randall (2012). *Modern Money Theory*. Nueva York: Palgrave Macmillan.