



La dolarización declina en América Latina¹

Erick Roberto Vaides Morales²

¿Qué es la dolarización?

La circulación bimonetaria —o “dolarización”— se da cuando se usa una moneda extranjera, a menudo el dólar de EE UU, como medio de pago y reserva de valor en forma paralela con la moneda nacional. Uno de los factores que incide en el grado de la dolarización de una economía es el marco jurídico del país. Algunos países, por ejemplo, no permiten a los bancos tomar depósitos en moneda extranjera, mientras que otros han adoptado, de jure o de facto, una moneda extranjera como moneda de curso legal. Otro factor es la inflación, ya que los residentes de países donde la inflación es alta y variable quizá prefieran operar en una moneda extranjera de valor más estable. El diferencial de tasas de interés entre instrumentos denominados en moneda nacional y extranjera también influye en las preferencias del público, junto con las expectativas de futuros movimientos del tipo de cambio.

Los latinoamericanos están dándoles mayor valor a sus propias monedas

Los países latinoamericanos están entre los más dolarizados del mundo. En la mayoría de casos de dolarización en la región, la razón de los depósitos en moneda extranjera respecto a los depósitos bancarios totales (una medida bastante común de medir la dolarización) excedió el 30% a fines del 2009, y en ocasiones ha sido mucho más alta. En el caso de otras economías emergentes, tales como los países de la antigua Unión Soviética y los del sudeste de Europa, muestran también un alto grado de dolarización, que va desde el 30% al 70%.

¹ Traducción libre y resumen del artículo “Dollarization declines in Latin America”, de José M. Cartas, *Finance & Development Review*, march 2010. p. 57.

² Analista económico del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.



Sin embargo, algunos países de América Latina se las han arreglado para alcanzar una reducción significativa en la dolarización en los últimos 10 años, particularmente en países que en 2001 contaban con una alta dolarización. Los ejemplos más prominentes son Bolivia, Paraguay y Perú, en los que la porción de depósitos en moneda extranjera cayó del 93% al 53%, 66% al 38%, y 76% al 56%, respectivamente. Esta tendencia a desdolarizar muestra la creciente preferencia por mantener dinero en la moneda nacional, lo cual podría estar ligado a la mejora en la confianza que resulta de la eliminación de una alta inflación así como de la implementación de políticas económicas y financieras más sanas.

No obstante, la dolarización no ha estado declinando consistentemente en todos los países de América Latina. En tanto que la dolarización era ya relativamente baja a principios de la década y ha permanecido bastante estable en Chile y México, en Argentina cayó cerca de cero con la política de “pesificación” de los depósitos a comienzos de la década, pero ha aumentado subsecuentemente. En algunos países de América Central, la dolarización mostró una mayor fluctuación a lo largo de la década, sin una tendencia clara.

Contenido

La dolarización declina en América Latina	1
Veinte años de metas de inflación	2

Veinte años de metas de inflación¹

Subdirección del Departamento
de Investigaciones Económicas

Desde hace dos décadas, Nueva Zelanda² adoptó un nuevo enfoque de política monetaria, cuyo objetivo primordial es controlar la inflación, haciendo énfasis en la transparencia de la política y la rendición de cuentas. En la actualidad veintiséis países utilizan metas de inflación, la mitad de ellos con economías de mercados emergentes o de bajo ingreso. Sin embargo, algunos bancos centrales de economías más avanzadas como el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco Nacional Suizo y la Reserva Federal de Estados Unidos de América han adoptado muchos de los elementos principales de ese régimen y otros están avanzando en esa dirección.

El marco de metas de inflación

El marco de metas de inflación está integrado por cuatro elementos principales (Mishkin, 2004; Heenan, Peter y Roger, 2006): 1) Un banco central con un alto grado de autonomía operativa, a fin de preservar la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria; 2) Metas cuantitativas explícitas para la inflación; 3) Rendición de cuentas del banco

central en cuanto al logro del objetivo de inflación, mediante una alta transparencia en la estrategia e implementación de la política; y 4) Definición de la política, a partir de una evaluación prospectiva de las presiones inflacionarias, basada en una amplia variedad de información.

Este enfoque parte de la idea sustentada en la teoría y en la experiencia de que los bancos centrales no pueden perseguir y alcanzar sistemáticamente múltiples objetivos, como un bajo nivel de inflación, además de desempleo, con sólo un instrumento básico: la tasa de interés de política monetaria; también reconoce que a largo plazo, la política monetaria puede influir en variables nominales pero no reales (ajustadas por inflación); que una alta inflación perjudica el crecimiento y la justa distribución del ingreso, y que las expectativas y la credibilidad inciden significativamente en la eficacia de la política monetaria.

El marco de metas de inflación ha evolucionado en dos aspectos importantes:

1. Ha aumentado el grado de transparencia, comunicación y rendición de cuentas³ de los bancos centrales, lo cual sustenta su independencia operativa y permite anclar las expectativas de inflación. En efecto, los bancos centrales comunican sus acciones de política a través de informes de inflación o de política monetaria emitidos entre dos y cuatro veces al año; de declaraciones públicas luego de las reuniones de formulación de la política; de la publicación de las minutas de tales reuniones, así como a través del informe que sus altos funcionarios deben presentar ante el poder legislativo.

¹ Resumen del artículo: "Inflation targeting. Turns 20", por Scott Roger, Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI. *Finance & Development Review*, March 2010.

² El Parlamento de Nueva Zelanda promulgó la Ley del Banco de la Reserva el 1 de febrero de 1990.

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso Sazo	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutiérrez	Juan Francisco Sagúí Argueta
Sergio Francisco Recinos R.	
	Arte y Diagramación
Coordinador	Juan Manuel Colorado H.
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Marcos Santa Cruz L.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarán la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre que se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: NOTAS MONETARIAS del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

³ Ejemplos de esto: el *Informe de Inflación* que publica el Banco de Inglaterra y los documentos correspondientes de otros bancos centrales que han adoptado el esquema de metas de inflación. Otros bancos centrales con metas de inflación han llevado la comunicación con el público aún más lejos. Los funcionarios del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, particularmente el gobernador Don Brash, se enorgullecen del intenso programa de conferencias e incluso de sus folletos que son utilizados para explicar a todos los sectores de la sociedad la conducción de la política monetaria bajo un régimen de metas de inflación. Fuente: Documento "De metas monetarias a metas de inflación: lecciones de los países industrializados". Frederic S. Mishkin

2. Fijación de metas de inflación flexibles. Los bancos centrales proponen alcanzar la meta a mediano plazo, por lo general en un período de tiempo de dos a tres años. Esto permite que la política encare otros objetivos a corto plazo, especialmente, suavizar las variaciones del producto. Tal flexibilidad es posible si las expectativas inflacionarias a mediano plazo permanecen bien ancladas, lo que depende, en parte, del historial del banco central en cuanto a mantener controlada la inflación.

¿Qué sucede con otras estrategias alternativas?

Es oportuno preguntar si en un esquema de metas de inflación el desempeño macroeconómico ha sido tan bueno o mejor que bajo otras estrategias, como las metas de crecimiento de la oferta monetaria, una paridad cambiaria fija o marcos eclécticos con objetivos múltiples; como no es posible comparar directamente el desempeño de un país bajo dos regímenes diferentes en un mismo período, la comparación debe hacerse entre países similares con políticas diferentes.

Al comparar la forma como han evolucionado la inflación y el producto en los países que fijan meta de inflación antes y después de adoptar ese régimen y los que no lo aplican, podemos observar lo siguiente:

- Las economías de bajo ingreso, tanto las que fijaron metas de inflación como las que no lo hicieron, redujeron significativamente su tasa de inflación y experimentaron mejoras en las tasas medias de crecimiento; sin embargo, en el caso de los países que establecieron metas de inflación, éstos además lograron optimizar su desempeño.
- En las economías de bajo ingreso, tanto en las que fijaron metas de inflación como en las que no lo hicieron, se observó también una reducción considerable de la volatilidad de la inflación y del producto, registrando las primeras, disminuciones mayores, especialmente en la volatilidad de la inflación.
- Entre las economías de ingreso alto, las que fijaron metas de inflación registraron en promedio escasa variación de su desempeño, mientras que en las restantes el crecimiento en general declinó.

La adopción de un régimen de metas de inflación quizá no explique totalmente la mejora en el desempeño relativo, ya que muchos países adoptaron ese régimen como parte de reformas estructurales y de política de alcance más amplio. No obstante, estudios

más detallados indican que al comparar economías de mercados emergentes similares en todo lo demás, durante los mismos períodos de tiempo, variables macroeconómicas claves, como la inflación y el producto, evolucionaron mejor en aquellas que aplicaron metas de inflación. Por ejemplo, según un estudio presentado en la edición de septiembre de 2005 de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, la adopción de metas de inflación se vinculaba con una reducción de 48 puntos porcentuales de la inflación media entre 1990 y 2004, así como con una reducción de 3.6 puntos porcentuales de la variabilidad de la inflación, en relación con otros regímenes de política monetaria.

La capacidad de resistencia de los regímenes de metas de inflación

Los países que fijaron metas de inflación parecen haber logrado minimizar mejor el impacto inflacionario del aumento de precios de las materias primas de 2007. Entre 2006 y 2008, ese shock de precios aumentó la inflación e hizo caer el crecimiento en la mayoría de los países. No obstante, entre las economías de bajo ingreso, aquellas que no utilizaron esa estrategia experimentaron alzas mayores de la inflación que las restantes, aunque el crecimiento del producto interno bruto registró una caída de magnitud similar en ambos grupos. Entre las economías de ingreso alto, las que aplicaron metas de inflación sufrieron una menor baja del crecimiento que las demás y también un incremento de la inflación levemente menor. Estos resultados coinciden con la noción de que las expectativas de inflación están mejor ancladas en los países que fijan metas para esa variable y que las autoridades de esos países hacen más hincapié en evitar que la inflación suba repentinamente.

Como la crisis financiera mundial, que comenzó a mediados de 2007, aún sigue su curso, es prematuro juzgar si los países que fijan metas de inflación han enfrentado mejor que otros la peor caída de la actividad económica y financiera mundial desde la Gran Depresión.⁴

Las perspectivas macroeconómicas indican que la

⁴ La Gran Depresión fue una grave crisis económica mundial que se prolongó durante la década anterior a la Segunda Guerra Mundial. Su duración depende de los países que se analicen, pero en la mayoría comenzó alrededor de 1929 y se extendió hasta finales de la década de los años treinta o principios de los cuarenta. La depresión se originó en los Estados Unidos, a partir de la caída de la bolsa del 29 de octubre de 1929 (conocido como Martes Negro), pero rápidamente se extendió a casi todos los países del mundo.ⁱⁱ

crisis financiera podría afectar menos a las economías que fijan metas de inflación. Según Consensus Forecasts⁵ de enero de 2010, se prevé que el crecimiento medio de todos los países durante 2009-2010 será muy inferior al registrado durante 2001-2008. Sin embargo, entre las economías de mercados emergentes, aquellas que no fijen metas de inflación sufrirían una caída mayor del crecimiento que las que sí lo hacen en relación con los promedios previos a la crisis. Entre las economías de ingreso alto se daría el caso contrario, es decir, la caída sería mayor en los países que aplican ese tipo de estrategia en comparación con los restantes. Se prevé que la inflación disminuirá en todos los países que siguen un régimen de metas, mientras que en los demás se elevaría por encima de los niveles previos a la crisis.

El futuro de los regímenes de metas de inflación

La experiencia muestra que las metas de inflación han funcionado bien para un amplio número de países y circunstancias. En este sentido, se infiere que las características principales de estos regímenes permanecerán invariables, dadas las inquietudes expresadas por varios grandes bancos centrales con respecto a una reciente propuesta de Olivier Blanchard,⁶ Economista Jefe del FMI, de aumentar las metas de inflación para dar un mayor margen a los bancos centrales que les permita bajar las tasas de interés durante graves desaceleraciones. Sin embargo, el marco evolucionará a medida que se extraigan las lecciones de la experiencia acumulada y se adapten a las necesidades de los países en desarrollo, destacándose dos aspectos: Primero, en el caso de muchas economías abiertas que han adoptado metas de inflación o estudian hacerlo, se debate el papel que debe cumplir el tipo de cambio en un marco de ese tipo; y segundo, respecto de todos los bancos centrales, incluidos los que fijan metas de inflación, el interrogante es cómo conciliar su responsabilidad y objetivos en materia de política monetaria con el cometido de promover y mantener la estabilidad del sistema financiero.

Con base en la experiencia adquirida, los bancos centrales que fijan metas de inflación deben reaccionar

ante los movimientos del tipo de cambio sólo en la medida en que estos afecten las perspectivas de la inflación y del producto, en lugar de neutralizarlos de forma sistemática. Sin embargo, según indican análisis más recientes, en algunas circunstancias puede justificarse contrarrestar sistemáticamente tales movimientos. Cuando la deuda en moneda extranjera es elevada, las variaciones cambiarias inciden fuertemente en el balance financiero de los deudores, de modo que tales intervenciones pueden contribuir a estabilizar el producto y la inflación (Morón y Winkelried, 2005; Roger, Restrepo y García, 2009). El desafío para las autoridades es mantener el tipo de cambio subordinado al objetivo de inflación y evitar que con las medidas para moderar sus movimientos no se reste credibilidad al marco de metas de inflación.

La crisis financiera mundial ha obligado a reevaluar la relación entre la política monetaria y las políticas orientadas a preservar la estabilidad financiera y en particular, a considerar si la política monetaria debería responder directamente ante los posibles riesgos para mantener la estabilidad financiera o sólo en la medida en que estos afecten las perspectivas de inflación y crecimiento, evidenciando la necesidad de prestar más atención a la interacción entre la economía real de bienes y servicios y la economía financiera, tema importante para una mejor integración de la evolución financiera del análisis y las previsiones de la política monetaria.

También debe analizarse cuidadosamente la conveniencia de que los bancos centrales utilicen la política monetaria, además de las políticas prudenciales, para reaccionar directa y sistemáticamente a los indicadores de estabilidad financiera, ya que al agregar esa tarea a los objetivos del banco central, el compromiso con la meta de inflación podría perder credibilidad.

Otra posibilidad, es prolongar el horizonte de las metas de inflación para tomar en cuenta los riesgos inflacionarios a más largo plazo, derivados de los ciclos de precios de los activos (Borio y Lowe, 2002), una estrategia que no exigiría responder directamente a la evolución de esos precios o de los indicadores de estabilidad financiera. Esta alternativa plantearía problemas prácticos, como el de mejorar la capacidad del banco central para formular previsiones a mediano y largo plazo o determinar el momento apropiado para contrarrestar el desarrollo de burbujas de precios (Bean 2004); también sería necesario comunicar la política de manera más convincente para preservar la credibilidad del compromiso del banco central con el mantenimiento

⁵ Una publicación de Consensus Economics, que recopila los resultados de las encuestas mensuales sobre el desempeño, tanto individual como promedio, de los pronósticos para entre 9 y 15 indicadores económicos de cada país, realizadas a 240 prominentes pronosticadores de los países miembros del G-7 (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia y Canadá) y de la Euro Zona, Países Bajos, Noruega, España, Suecia, Suiza.

⁶ Boletín del FMI. Entrevista con Olivier Blanchard. "El FMI examina el alcance de la futura política macroeconómica". Boletín Digital del FMI 12 de febrero de 2010.