

La dolarización y el sistema financiero

*Luis Zambrano Sequín**

- *Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, UCAB (lzambranos@gmail.com)*

Notas sobre la Economía Venezolana N° 5

Abril, 2021

Las opiniones expresadas en estas notas son de exclusiva responsabilidad de los autores.

La dolarización y el sistema financiero¹

- La dolarización de las transacciones corrientes y del sistema financiero en Venezuela se ha convertido en un tema de interés público, y no es para menos. Un elevado nivel de dolarización dificulta la gestión de las políticas económicas, ya que tanto los agregados monetarios como el tipo de cambio se tornan aún más inestables, además de que se alteran significativamente los mecanismos de transmisión de esas políticas.
- Adicionalmente se generan importantes pérdidas de señoreaje, producto de la reducción de la demanda de dinero local (bolívares)², y se reduce sensiblemente la capacidad del BCV de actuar como prestamista de última instancia de las instituciones que integran el sistema financiero nacional. Por otra parte, se incrementa la vulnerabilidad del sistema financiero ante las variaciones del tipo de cambio y respecto a la reversión súbita en los movimientos de capital.
- Estos factores se expresan finalmente en una reducción en la capacidad institucional para estabilizar, tanto el nivel de actividad económica como de los precios, ante los frecuentes choques externos e internos.
- Hay que distinguir la dolarización real y la financiera. En el primer caso se trata de un tema de sustitución de monedas, donde el énfasis se centra en el uso de la moneda como medio de pago y unidad de cuenta. En el segundo se trata del proceso de sustitución de activos financieros y monetarios domésticos por foráneos, donde el énfasis se hace en el dinero como reserva de valor.
- La naturaleza de las economías que funcionan con múltiples monedas (en general llamadas “economías bimonetarias”) es bastante peculiar y compleja. Varios países de América Latina se han destacado por ser de las economías más dolarizadas del mundo, como ya lo es hoy Venezuela. En

¹ El autor desea agradecer los comentarios a una versión temprana de estas notas de María Antonia Moreno, Juan Carlos Guevara y Santiago Sosa.

² En el caso venezolano, para mediados de 2020, la base monetaria se estimó en 3% del PIB, una cifra muy baja si se le compara con el 25% que llegó a alcanzar en 2014. Este es un indicador que refleja la caída significativa de los ingresos fiscales por señoreaje. La relación base monetaria/PIB se supone ha continuado cayendo aceleradamente en 2021, para esta fecha podría estar por debajo del 1% del PIB nominal.

estas notas nos aproximamos a diversos aspectos de esta temática y, en especial, el tema de la dolarización del sistema financiero.

Dolarización

- La dolarización de una economía con alta inflación es un proceso irreversible, es una respuesta racional de los agentes económicos y los mercados frente a una política económica irresponsable e ineficiente que termina penalizando a los tenedores de moneda local. Además, es un proceso que se retroalimenta (Levy Yeyati, 2021).
- La dolarización es el resultado de un conjunto de factores: inestabilidad económica generada por políticas económicas irresponsables, un tipo de cambio real muy volátil, un mercado interno ilíquido, y baja credibilidad de los agentes económicos en las instituciones y las políticas que de ellas emanan.
- En general, el proceso de dolarización se produce en tres fases diferenciadas. En una primera fase las divisas de alta calidad (de aquí en adelante el dólar norteamericano) sustituyen a la moneda nacional como reserva de valor; este proceso comenzó en Venezuela tempranamente en los albores de la década de los años ochenta del siglo pasado³ y se profundizó a mediados de los noventa como consecuencia de la inestabilidad económica y la incertidumbre sobre la evolución de la política económica, especialmente las expectativas de devaluación recurrente del bolívar⁴.
- En una segunda fase se produce la sustitución de la moneda local como medio de pago o sustitución monetaria propiamente dicha. En el caso de Venezuela esta fase se asocia con la aceleración del proceso inflacionario y su conversión en hiperinflación, período que comenzó en 2013 como consecuencia del financiamiento monetario del creciente déficit financiero del sector público que acompaña a la caída del precio petrolero, la reducción del acceso al mercado financiero internacional y el debilitamiento institucional del banco central.

³ El 18 de febrero de 1983, el denominado “viernes negro”, el gobierno del Presidente Luis Herrera anunció una devaluación del bolívar de 30% y el fin de la libre convertibilidad de la moneda local.

⁴ La crisis bancaria venezolana comenzó en 1994 y se extendió hasta 1996, afectando la solvencia de un tercio del sistema financiero nacional.

- La tercera fase es cuando los agentes económicos, y todas las transacciones en las que están involucrados, se piensan, y en buena medida se realizan, en términos de dólares. En esta fase los precios en moneda local se los relaciona cotidianamente con la evolución de la tasa de cambio y progresivamente son los precios en dólares los que se empiezan a utilizar como marcadores de la tasa de inflación. Venezuela transita hoy, primer trimestre de 2021, ese período.
- Venezuela representa el caso de dolarización más reciente y destaca por la velocidad a la cual se ha producido este proceso⁵. La economía venezolana es un caso de dolarización semioficial, donde el dólar es de curso legal pero todavía el pago de buena parte de los salarios, sobre todo en el sector público, de los impuestos, y variados gastos cotidianos se siguen transando en bolívares, además sigue existiendo un banco central activo. Esta dolarización semioficial, hay que precisarlo, no es la consecuencia de un objetivo de la política económica del actual régimen, todo lo contrario, es el resultado de la ineficacia de sus políticas y la irresponsabilidad fiscal.
- Este estatus es muy probable que se mantenga por bastante tiempo, ya que el régimen actual difícilmente decretará una dolarización oficial; es decir, una situación donde el dólar adquiere un estatus legal exclusivo o predominante y la moneda local es relegada a transacciones fraccionadas de poco valor. La razón fundamental por la que el gobierno actual no transitaría a una dolarización oficial, más que ideológica, es pragmática, radica en su resistencia a abandonar el uso del impuesto inflacionario como principal instrumento de financiamiento del gasto público⁶.
- Hay que destacar que muy pocos países que han pasado por crisis inflacionarias y pérdida de la calidad de su moneda local han optado por dolarizarse oficialmente⁷. Si bien varias naciones

⁵ Para enero de 2021 la relación depósitos en moneda extranjera sobre captaciones totales, un indicador convencional para calificar el grado de dolarización, ya había alcanzado 67,1 % (Sudeban, 2021).

⁶ Cálculos aproximados sobre la relevancia del financiamiento monetario del déficit fiscal del sector público ubican el señoreaje en cifras cercanas al 21% del PIB, explicado fundamentalmente por el impuesto inflacionario. El llamado "señoreaje puro" ha caído significativamente debido a la reducción de la demanda de saldos reales como consecuencia de la hiperinflación y la impresionante contracción del nivel de actividad. Sin lugar a dudas, el impuesto inflacionario ha pasado a ser la principal fuente de financiamiento del Gobierno Central. Sobre el señoreaje su definición, composición y metodología de cálculo ver: Zambrano Sequín, 2013.

⁷ En América Latina, los países con dolarización oficial son economías relativamente pequeñas como El Salvador, Ecuador y Panamá. De estos tres países solo en el caso de Ecuador la dolarización oficial resultó de una crisis fiscal e inflacionaria. En Panamá la dolarización derivó de su condición muy especial consecuencia de la operación del Canal de Panamá. En el Salvador la dolarización oficial obedeció más a una decisión de política económica de largo plazo que a una medida destinada a resolver una crisis fiscal e inflacionaria.

latinoamericanas han sido consideradas entre las economías más dolarizadas del mundo, la gran mayoría de ellas han logrado recuperar el uso de su moneda local; los casos de Bolivia, Perú y el Paraguay son ejemplos que ilustran esta evolución.

- La razón fundamental por la que países muy dolarizados no han dado el paso hacia una dolarización oficial reside en la resistencia a perder la capacidad de utilizar la política monetaria y cambiaria como herramientas para lidiar con los choques y sus efectos sobre la estabilidad y el crecimiento. Habría que agregar, además, el evitar perder la capacidad de generar ingresos fiscales por señoreaje y reducir la fragilidad del sistema financiero manteniendo la capacidad del banco central como prestamista de última instancia.
- Un país en extremo dolarizado, oficialmente o no, en la práctica es parte de una “zona monetaria”, por lo general subóptima, que importa la política monetaria del Banco de la Reserva Federal de EE. UU. (FED). Por ello las tasas de interés y los precios de los bienes transables tienden a alinearse con los de este último país, excepto por las distorsiones asociadas a los impuestos, los costos de transporte, transaccionales y la prima asociada al riesgo del país en cuestión. A menos que el gobierno de EE. UU. y el del país dolarizado acuerden un tratado especial, las economías que se dolarizan deben renunciar al señoreaje y a otras prerrogativas que se pierden como consecuencia de carecer de una política monetaria y cambiaria propia⁸.
- Con el objetivo de conservar algún grado de independencia monetaria y no renunciar del todo al señoreaje, muchas economías optan por instaurar y/o tolerar un régimen bimonetario o de multimonedas. Desde luego tolerar, e incluso promover, una economía bimonetaria solo tiene sentido si esta permite algún grado de independencia en la política económica a un costo razonable, especialmente si esta independencia hace posible reducir la posibilidad de severas crisis económicas y bancarias. Si este no fuera el caso, como suele suceder en economías de pequeño tamaño, muy abiertas y altamente dependientes del país emisor, sería preferible dolarizar plenamente, asegurando que la moneda que se utiliza en las transacciones reales sea la misma que se utiliza en las transacciones financieras.

⁸ Hasta ahora el Banco de la Reserva Federal de los EE.UU. se ha negado a firmar algún acuerdo que implique compartir el señoreaje y las decisiones de política monetaria con los países latinoamericanos que han dolarizado oficialmente sus economías.

- Sin duda es preferible no tener una política monetaria que tener una mala política monetaria, pero esto no es una justificación per se para promover la dolarización oficial. La experiencia reciente en la mayoría de los países latinoamericanos muestra que se pueden lograr importantes avances en la lucha contra la inflación, desdolarizando simultáneamente la economía, a pesar de los importantes choques externos e internos que los han afectado.
- En todo caso, las condiciones ideales para pasar a una dolarización oficial suponen: un elevado nivel de reservas internacionales, un sistema bancario solvente, finanzas públicas sanas y salarios flexibles. Desde luego, cabe entonces preguntarse ¿Sí se tiene todo eso, para qué dolarizar?
- Es necesario advertir que la dolarización (de facto, semioficial u oficial) no garantiza, en absoluto, que un país implementará buenas políticas económicas. La dolarización, incluso la oficial, no supone, por ejemplo, el equilibrio fiscal, como bien lo ilustra el caso más reciente del Ecuador (Schuldt y Acosta, 2017).

Dolarización del sistema financiero

- La dolarización de los depósitos y el crédito en el sistema financiero termina imponiéndose en las economías con inflación elevada, es un resultado obligado para reducir los efectos sobre la intermediación financiera del proceso inflacionario y de las recurrentes depreciaciones del tipo de cambio.
- En general, la dolarización de los depósitos tiende a ser mayor que la dolarización del crédito. Esto es más característico en situaciones de inestabilidad e incertidumbre macroeconómica, como en la actual coyuntura venezolana, ya que en estas circunstancias los bancos se ven obligados a mantener una elevada proporción de los depósitos en moneda extranjera de manera líquida por razones precautivas.
- En el caso de países con un largo historial inflacionario y baja credibilidad en la política económica, los agentes económicos tienden a dudar de la solvencia del sistema bancario y la seguridad del valor de sus activos financieros en moneda local. Además, cuando se ha tenido históricamente acceso a la banca internacional, como ha sido el caso en Venezuela, es de esperar que la banca

local sea un sustituto muy imperfecto de la externa⁹. Por ello, aunque se despenalice la dolarización de los depósitos y el crédito, no cabe esperar un impacto sobre el balance de los bancos locales mucho más allá de los requerimientos exigidos por necesidades transaccionales y de resguardo cotidiano. La recuperación de los depósitos de ahorro y a plazo, y con más razón del crédito a largo plazo, dependen de otros factores distintos a la mera dolarización comenzando con la calidad de las políticas económicas, y la reputación y credibilidad de las instituciones y hacedores de esas políticas.

- Lo ideal es medir la dolarización como la relación entre los medios de pago y de acumulación financiera denominados en moneda extranjera que utilizan los agentes económicos residentes en sus transacciones internas (dinero en circulación, dinero virtual, tarjetas de crédito y débito denominados en divisas, y depósitos en moneda extranjera), respecto al agregado monetario más representativo de la liquidez monetaria (en nuestro caso M2). Debido a las limitaciones de información, lo usual es medir la dolarización financiera como la relación entre depósitos en moneda extranjera sobre total de depósitos de la banca que opera localmente. Convencionalmente se considera que una economía dolarizada es aquella donde los depósitos en divisas exceden el 30% de la liquidez monetaria (M2) y moderadamente dolarizada cuando la relación está entre 16% y 30% (Singh y otros, 2005). Con base en este criterio, Venezuela ya sería un caso de “alta dolarización”¹⁰.
- Si bien la dolarización tiene beneficios para la banca, como ya lo hemos mencionado, también implica riesgos. En primer lugar, la dolarización puede aumentar la fragilidad de los bancos al incrementar su exposición a mayores riesgos de solvencia y liquidez¹¹. Con relación a la solvencia, los principales riesgos son consecuencia de los descalces de monedas que aumenta la exposición a

⁹ A partir del denominado viernes negro (febrero de 1983) Venezuela experimentó una importante y continua salida de capitales foráneos y de residentes.

¹⁰ Al cierre de enero de 2021 los depósitos en moneda extranjera, valorados al tipo de cambio oficial, ascendían a BsS 1.498 billones, mientras que la liquidez monetaria alcanzó BsS 658 billones.

¹¹ La liquidez se refiere a la capacidad que tienen los activos que se poseen para convertirse a corto plazo en dinero, mientras que la solvencia alude a la capacidad que se tiene para atender los compromisos de pago con los acreedores.

la depreciación del tipo de cambio¹². Dado que normalmente los bancos están regulados en cuanto a sus posiciones en moneda extranjera, los riesgos de solvencia provienen esencialmente de los portafolios de préstamos (riesgo de crédito) tanto al sector privado como público (Berg y Borensztein, 2000). Los riesgos de liquidez provienen de las reversiones súbitas en los movimientos de capital (“sudden stops”), que caracterizan a las pequeñas economías abiertas con mercados de capitales poco profundos y bajo nivel de desarrollo.

- Las crisis de liquidez y de solvencia están muy relacionadas entre sí en el caso de una banca dolarizada. El riesgo de crédito, vinculado sobre todo a las devaluaciones del tipo de cambio, eleva la exposición a las corridas de depósitos (riesgo de liquidez). Por lo tanto es natural, esperar en un ambiente de inflación elevada, que la dolarización incrementa inevitablemente la volatilidad de los depósitos.
- En segundo término, y como ya también se mencionó, no son equivalentes para los depositantes, en términos de riesgo, los dólares depositados en el sistema financiero doméstico y los depositados en el sistema financiero internacional. Como consecuencia, existirá una prima de riesgo sobre los depósitos en dólares en la banca local, lo que obliga a estas instituciones a exigir un mayor respaldo de sus préstamos en divisas, reduciendo con ello la rentabilidad, e incluso el volumen, de los préstamos en divisas e incrementa las tasas de interés efectivas sobre este tipo de créditos.
- Estos riesgos se incrementan con el grado de dolarización de la banca y la apertura de la cuenta externa de capitales. En este contexto, la regulación y la supervisión sobre el sistema financiero pasa a ser una actividad de primera importancia con el objetivo central de asegurar que los agentes financieros locales internalicen los riesgos financieros que implica la dolarización, en especial aquellos asociados al descalce de monedas. Además, es imprescindible estimular la capacidad del sistema financiero para lidiar con los choques de liquidez y solvencia ya mencionados, lo que suele exigir, en adición a las medidas prudenciales, un régimen cambiario flexible tal como insistiremos más adelante.

¹² Por descalce de monedas, o descalce monetario, se entiende una situación donde los activos están denominados en una moneda y los pasivos en otra. Estos desajustes pueden convertirse en un serio problema, a nivel de las empresas y las entidades financieras, cuando el tipo de cambio sufre frecuentes alteraciones. El descalce de monedas ha sido una de las principales causas de las crisis financieras en Latinoamérica.

- En el caso específico de Venezuela, dados los problemas que afectan a la banca local y el bajo nivel de desarrollo relativo del sistema financiero, es imprescindible establecer requerimientos prudenciales con relación a los límites a los créditos en moneda extranjera, así como requerimientos específicos de reservas que garanticen liquidez para respaldar los pasivos que crean los bancos en su actividad de intermediación. Un sistema bancario mal regulado, en el contexto de una economía bimonetaria, es un boleto seguro al fomento de crisis auto provocadas.

Dolarización del sistema financiero y la política cambiaria

- La dolarización financiera debe ser acompañada con la flexibilización cambiaria como instrumento de ajuste frente a los choques internos y externos. Si el tipo de cambio es fijo o cuasi fijo, los agentes asumen que hay un seguro contra el riesgo cambiario, estimulándose el riesgo moral e incrementando la dolarización más allá del nivel eficiente¹³. No es casual que sea la percepción de un tipo de cambio real apreciado de manera permanente una de las causas de las crisis financieras en las economías bimonetarias.
- Aún con un régimen formal de cambio flexible, si hay temor en las autoridades a dejar flotar efectivamente al tipo de cambio nominal, la moneda local terminará apreciándose estimulando aún más la dolarización y los problemas asociados al descalce de monedas, con sus perniciosas consecuencias sobre las hojas de balance de los deudores y los bancos¹⁴.
- Otro aspecto que debe tomarse en cuenta es que, mientras mayor sea la dolarización, las devaluaciones del tipo de cambio tienden a ser no expansivas. Las exportaciones e importaciones, que suelen facturarse en divisas en estas economías, pierden sensibilidad ante los movimientos del tipo de cambio, mientras los salarios reales y los ingresos de quienes transan en moneda nacional son pulverizados por la depreciación cambiaria (Galindo, Panizza y Schiantarelli, 2003; McLeay y Tenreyro, 2020).

¹³ Si los agentes económicos asumen que el tipo de cambio se apreciará como consecuencia de la intervención del banco central, con el objeto de mantener fijo o cuasi fijo la tasa nominal, estos tendrán incentivos a manejar irresponsablemente los riesgos asociados a operar con divisas.

¹⁴ Con la dolarización se espera que se incremente la transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios (*pass-through*). Esta es una de las razones que alimentan el “temor a flotar” en las economías bimonetarias.

- Por otra parte hay que reconocer que mantener una meta de tipo de cambio real frente a choques severos y frecuentes, como seguramente sería el caso de Venezuela si se quiere avanzar en la estabilización y diversificación de la economía, hace a la política monetaria muy volátil para asegurar por sí sola la estabilidad financiera en una economía bimonetaria, requiriéndose por tanto de una política cambiaria activa.
- Desde luego que el BCV debe tratar de minimizar los riesgos de las fluctuaciones del tipo de cambio, pero también debe considerar que cierta volatilidad es necesaria para crear los incentivos, en la banca y los agentes privados, para manejar adecuadamente los riesgos de descalce y evitar la dolarización excesiva en sus transacciones (Ize, Kiguel y Levy Yeyati, 2006).
- Dado que con flexibilización del tipo de cambio este deja de ejercer su rol de ancla de los precios nominales, es necesario entonces, en una economía altamente dolarizada, concentrar la atención en la política fiscal, ya que la política monetaria queda restringida por la relativa poca relevancia de los agregados monetarios bajo control directo del banco central. Esta situación podría revertirse en la medida que se tenga éxito en la desdolarización de la economía.

Dolarización del sistema financiero y la política monetaria

- En principio, la dolarización financiera no implica que la política monetaria sea del todo inefectiva, sobre todo si se avanza en un programa de estabilización¹⁵. En todo caso, el alcance y potencia de la política monetaria depende no solo de la dominancia fiscal, sino también del grado de dolarización de la economía, el régimen de política cambiaria, la profundidad y desarrollo del sistema financiero, y el nivel de las reservas internacionales en poder del banco central.
- En una economía donde la mayor parte de la intermediación financiera se realiza en divisas, la eficacia del canal de transmisión de la tasa de interés se diluye y con ello el poder de la política

¹⁵ Desde comienzos de este siglo, el banco central del Perú ha estado administrando exitosamente una política monetaria basada en objetivos inflacionarios (*inflation targeting*), a pesar de ser una de las economías más dolarizadas del mundo (Quispe y Pereyra, 2001; Armas y Grippa, 2008).

monetaria. Sin embargo, la política monetaria puede seguir actuando a través del tipo de cambio y el control directo sobre la base monetaria (Leiderman, Maino y Parnado, 2006)¹⁶.

- Sí el sistema financiero está dolarizado, y es bajo el nivel de reservas internacionales, el banco central reduce su rol como prestamista de última instancia, aunque aún puede ejercer sus funciones como ente regulador (Broda y Levy-Yeyati, 2002).
- En una economía dolarizada el señoreaje lo captura el país emisor de la moneda que se utiliza en las transacciones¹⁷. Si bien el banco central puede continuar con el financiamiento monetario del déficit, la caída en la demanda de la moneda de baja calidad que se emite genera cada vez menos ingresos reales por impuesto inflacionario. Finalmente, los ingresos fiscales por señoreaje tienden a un mínimo y el gobierno debe centrar entonces su atención en la tributación sobre las rentas y las transacciones en divisas.

La desdolarización

- Desdolarizar la economía y volver a tener la posibilidad de tener una política monetaria independiente con capacidad contracíclica no es una tarea sencilla; incluso a países con una limitada dolarización y con flotación cambiaria les ha costado desdolarizar sus economías. Retornar a una economía con predominio de la moneda local es, inevitablemente, un proceso gradual y difícil desde el punto de vista político, aún más si prevalece el temor a la flotación, las autoridades económicas son propensas a incurrir en inconsistencia temporal y no hay confianza en la capacidad técnica y la autonomía del banco central.
- La desdolarización no se puede decretar, ni siquiera se puede considerar como una meta de la política económica, es un proceso que tiene éxito solo si los agentes económicos y los mercados

¹⁶ En el caso de un incremento inducido por el banco central en tasa de interés interna, se tendería a apreciar el tipo de cambio y con ello se reduciría la presión sobre los precios. En una economía dolarizada este efecto se produciría por dos vías: una directa que depende del *pass-through*, que se supone es muy elevado con dolarización; y una indirecta, que es consecuencia del efecto contractivo de la apreciación cambiaria sobre la demanda agregada.

¹⁷ El señoreaje neto, en el caso de EE.UU., es la diferencia entre el costo de emisión y el valor de los bienes que se pueden comprar con los dólares emitidos. Un billete de un dólar se estima cuesta unos 4,9 centavos de dólar, si el billete circula eternamente el señoreaje neto sería de 95,1 centavos. En el caso de EE. UU. se estimaba que por señoreaje el gobierno, a finales de los noventa, tenía un ingreso equivalente a aproximadamente 25.000 millones de dólares (un 0,3% del PIB), 70% del cual era generado por la demanda de billetes en el extranjero (Schuler, 1999).

recuperan la confianza en la moneda que emite el banco central. Muchos países que han intentado imponer una desdolarización forzosa han terminado experimentando una fuerte contracción en la intermediación financiera, tal y como sucedió en los casos de Bolivia en 1982, Perú en 1985 y México en 1982 (Galindo y Leiderman, 2005). Más que desdolarizar, la agenda de políticas debe centrarse en minimizar los riesgos asociados a la dolarización.

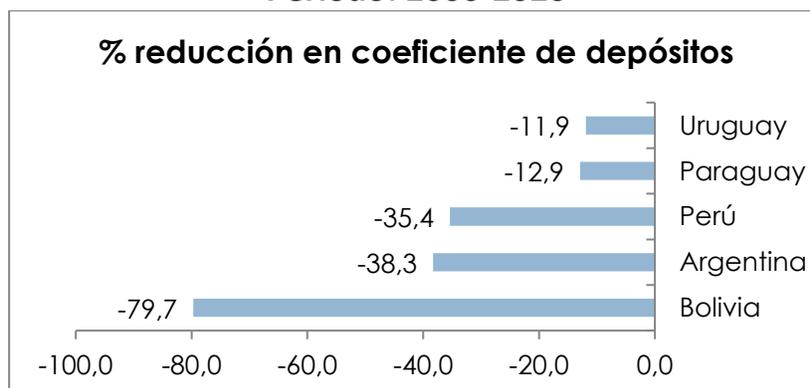
- Varios factores tienden a conservar (histéresis) el carácter bimonetario de la economía¹⁸:
 - Los mercados y los agentes aprenden y se adaptan a utilizar las divisas en las transacciones, generándose factores inerciales que no son fáciles de revertir.
 - Los costos transaccionales asociados al uso de las divisas se reducen significativamente una vez que el sistema financiero se dolariza, disminuyendo las ventajas competitivas de la moneda local.
 - Si el marco regulatorio es deficiente, y no refleja adecuadamente los riesgos de descalce de monedas, se generan incentivos a operar con la moneda foránea, al prevalecer un subsidio implícito a los agentes que la utilizan, ya que no se internalizan adecuadamente las externalidades que supone una dolarización en exceso.
 - Un mercado financiero en moneda local relativamente pequeño y poco profundo, al no ofrecer suficiente variedad de instrumentos de inversión, promueve la demanda monetaria y de activos financieros externos.
 - Si los agentes económicos perciben que el banco central tiende a apreciar la moneda local incrementarán sus posiciones en divisas y con ello la dolarización.
 - La liberalización en el movimiento de capitales, la importancia creciente del ingreso de remesas desde el exterior, y una mayor apertura comercial son factores que estimulan el uso de las divisas en el mercado interno.
- Una desdolarización exitosa no solo exige alcanzar la estabilización macroeconómica, sino profundas reformas que logren restituir la credibilidad en las instituciones, especialmente en el

¹⁸ En el caso de la dolarización se habla de histéresis cuando ésta tiende a perdurar a pesar de que se logre estabilizar y reducir la tasa de inflación interna.

banco central, la convicción de que la política económica se va a formular y ejecutar de manera responsable y un conjunto de medidas prudentes que promuevan la sustitución de las divisas por la moneda propia. La estabilización macroeconómica, insistimos, no es una condición suficiente para garantizar la competitividad de la moneda local frente a las divisas en el mercado monetario interno y mover a la economía del equilibrio de alta dolarización.

- Desdolarizar es posible. Por ejemplo, Israel y México mostraron una reducción significativa en la dolarización en la primera parte de los noventa. En un período más reciente, Perú, Bolivia y el Paraguay han avanzado sostenidamente en la desdolarización de sus economías¹⁹. Aunque en todos estos casos el progreso ha sido relativamente lento, poniendo en evidencia la resiliencia una vez que en una economía su moneda pierde calidad. El persistente uso de dólar (histéresis), incluso mucho después que la inflación se ha reducido de manera sostenida, ha sido ampliamente documentada en la literatura sobre la sustitución monetaria; esta histéresis se suele fundamentar en argumentos asociados a los costos transaccionales y las externalidades de red, pero también en los factores que determinan la sustitución de los activos financieros internos por los foráneos (Castillo, Montoro y Tuesta, 2008; Semaroczy y Sa, 2002; Feige, Socic, Faulend, y Sonje, 2002).

Depósitos en moneda extranjera / Depósitos totales Período: 2000-2020



Fuente: Levy Yeyati, 2021.

¹⁹ La participación de los depósitos en moneda extranjera respecto a los depósitos totales cayó en 2010 en el caso del Perú a 56%, mientras que en Bolivia fue de 53% y en Paraguay 38% (Cartas, 2010). En varios países latinoamericanos, a comienzos de los 2000, la dolarización llegó a niveles muy altos; en Bolivia los depósitos en moneda extranjera representaron 91,5% de los depósitos totales, en Perú 74,3%, en Argentina 71,5% y en Uruguay 83%, para citar los casos más emblemáticos (Rennhack y Nizaki, 2006). En todas estas economías la dolarización se ha reducido en las últimas dos décadas. En el caso de Bolivia, en 2020, la dolarización en el sector financiero fue solo 14%.

- La desdolarización en el sector financiero requiere de medidas para promover y facilitar el uso de la moneda local, entre ellas se suelen mencionar: desarrollar los mercados de títulos en moneda local y los mercados líquidos de opciones de moneda, incluyendo instrumentos indexados, el fortalecimiento de la gerencia de la política monetaria, aspecto en el que ya hemos insistido, y la promoción de los pagos de servicios en moneda local.
- Para desdolarizar, lo menos que se recomienda hacer es dictar disposiciones que restringen o penalizan el uso transaccional y financiero de las divisas, obligando a los agentes económicos a utilizar exclusivamente la moneda local. Medidas como el establecimiento de limitaciones a los depósitos en divisas o la fijación de excesivas tasas de encaje legal sobre estos depósitos, por lo general terminan estimulando aún más la dolarización y promoviendo la fuga de capitales.
- En todo caso, gestionar una economía bimonetaria impone importantes cambios en el marco regulatorio sobre el sector financiero. En el caso particular venezolano, la dolarización de las operaciones activas y pasivas de la banca exigirá que el BCV disponga de fondos líquidos en moneda extranjera para poder ejercer su rol de prestamista de última instancia, fondos adicionales a los requeridos para estabilizar el tipo de cambio²⁰. El control monetario requiere también diseñar y gestionar, por parte del banco central, operaciones de mercado abierto, redescuento, el uso de encajes en moneda extranjera y el establecimiento de provisiones sobre los créditos otorgados en divisas. Todos estos cambios regulatorios e institucionales son necesarios para impedir una dolarización excesiva y riesgosa.
- Naturalmente, es bastante más probable avanzar en la desdolarización en una economía que está experimentando elevadas y sostenidas tasas de crecimiento, que en aquellas que padecen inestabilidad y bajos niveles de actividad. El crecimiento económico supone un incremento de la demanda de dinero que abre por sí solo espacios al uso de la moneda local. Si se recupera la confianza en la autoridad monetaria y se logran reducir los costos transaccionales de operar con la

²⁰ La capacidad del banco central de servir de prestamista de última instancia de un sistema bancario dolarizado puede promover una mayor dolarización y agudizar los problemas de riesgo moral en la gestión de estas instituciones. Es por ello que se requiere de flexibilidad en el tipo de cambio y de regulaciones prudenciales sobre el manejo de las operaciones activas y pasivas en moneda extranjera por parte del sistema financiero; estas medidas son necesarias para contrarrestar los efectos adversos de la seguridad cambiaria y en los rescates por parte de la autoridad monetaria.

moneda local, la desdolarización se vuelve un resultado probable. Pero hay que advertirlo, no será fácil borrar de la memoria de la sociedad la traumática experiencia de tantos años de una pésima gestión de las políticas económicas en Venezuela.

Referencias bibliográficas

- Armas, A. y Grippa, F. (2008). Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú. *Revista de Análisis del BCB, Banco Central de Bolivia*, vol. 10(1) , 10 (1), 7-44.
- Berg, A. y Borensztein, E. (2000). *Plena Dolarización: ventajas e inconvenientes*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. Temas de Economía, N° 24.
- Broda, C. y Levy-Yeyati, E. (2002). Dollarization and the lender of last resort. En E. Levy-Yeyati, y F. Sturzenegger, *Dollarization*. Boston, MA: The MIT Press.
- Cartas, J. (2010). Disminuye la dolarización en América Latina. *Finanzas y Desarrollo* , 57.
- Castillo, P., Montoro, C. y Tuesta, V. (2008). Política monetaria en una economía con dolarización parcial. *Moneda* , 138, 25-28.
- Feige, E., Socic, V., Faulend, M. y Sonje, V. (2002). Unofficial dollarization in Latin America: currency substitution, network externalities and irreversibility. En D. S. James W. Dean, *Dollarizing The Americas*. New York: Oxford University Press.
- Galindo, A. Leiderman, L. (2005). *Living with Dollarization and the Route to Dedollarization*. Washington, DC: Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper, No. 526.
- Galindo, A., Panizza, U. y Schiantarelli, F. (2003). *Currency depreciations: do they boost or do they bust?* Wasington, DC: Inter-American Development Bank.
- Ize, A., Kiguel, M. y Levy Yeyati, E. (2006). El manejo del riesgo de liquidez sistémico en economías con dolarización financiera. En A. Armas, A. Ize y E. Levy Yeyati, *Dolarización Financiera: la agenda política* (págs. 253-279). Lima, Perú: Banco Central de Reserva del Perú.

- Leiderman, L., Maino, R. y Parnado, E. (2006). Metas de inflación en economías dolarizadas. En A. Armas, A. Ize y E. Levy Yeyati, *Dolarización Financiera: la agenda política* (págs. 117-133). Lima, Perú: Banco Central de Reserva del Perú.
- Levy Yeyati, E. (2021). *Dolarización y desdolarización financiera en el nuevo milenio*. Bogotá, Colombia: Fondo Latinoamericano de Reservas. Documento de trabajo.
- McLeay, M. y Tenreyro, S. (2020). *Dominant currency and the impact of monetary policy*. Latin American and Caribbean Economic Association.
- Quispe, Z. y Pereyra, C. (2001). ¿Es conveniente la dolarización total en una economía con dolarización parcial? *Monetaria*, 63-96.
- Rennhack, R. y Nizaki, M. (2006). *Financial dollarization in Latin America*. Washington, DC: International Monetary Fund. Working Paper (wp/06/7).
- Schuldt, J. y Acosta, A. (2017). *De la dolarización oficial a la moneda propia: una propuesta para Ecuador*. Buenos Aires, Argentina.: Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas. Documento de Trabajo CIEPP, N° 96.
- Schuler, K. (1999). *Fundamentos de la dolarización*. Washington DC: Congreso de los Estados Unidos de Norteamérica. Comité de Asuntos Económicos.
- Semaroczy, M. y Sa, S. (2002). *Macroeconomic adjustment in a highly dollarized economy*. Washington DC: International Monetary Fund. IMF Working Paper, WP/02/92.
- Singh, A., Belaisch, A., Collyns, C., De Masi, P., Krieger, R., Mendith, G., y Rennhack, R. (2005). *Estabilización y reforma en América Latina: perspectiva macroeconómica desde principios de los años noventa*. Washington DC: Fondo Monetario Internacional, Occasional Papers, N° 238 .
- Sudeban. (2021). *Boletín de prensa*. Caracas: Superintendencia Nacional de Bancos.
- Zambrano Sequín, L. (2013). *Gestión fiscal, señoreaje e impuesto inflacionario en Venezuela*. Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas. Coloquio Alberto Adriani.