

*La dolarización financiera:
Experiencia internacional y perspectivas para Colombia¹*



*Carlos Eduardo León Rincón
Alejandro Reveiz Herauld*

*Banco de la República
Colombia*

¹ La serie Borradores de Economía es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

La dolarización financiera: Experiencia internacional y perspectivas para Colombia[†]

Carlos Eduardo León Rincón^{*}
Alejandro Reveiz^{*}
Banco de la República
Colombia

Resumen

Las monedas locales de los países en vías de desarrollo, además de no ser libremente convertibles a nivel internacional, suelen experimentar niveles de inflación superiores y más volátiles, al tiempo que tienden a sufrir periodos de fuerte apreciación y depreciación. Estas bien conocidas características no solo implican un reto para las autoridades económicas de estos países, sino que también llaman la atención sobre la capacidad de las monedas locales para cumplir cabalmente con sus funciones.

Colombia, a pesar de ser reconocida por su historial de manejo monetario disciplinado, no ha escapado a ocasionales cuestionamientos sobre la conveniencia de mantener el peso para cumplir con las funciones de la moneda. Estos esporádicos cuestionamientos coinciden con periodos de fuerte apreciación o depreciación de la moneda, en los cuales se han escuchado interrogantes sobre la conveniencia de llevar a cabo una dolarización total o parcial de la economía.

Al respecto, son pocos los países que han optado por reemplazar totalmente la moneda local por una extranjera para que esta última cumpla con todas las funciones de la moneda, pero sí son muchos los países que han permitido la dolarización parcial de la economía.

Basado en la experiencia internacional, y en especial por las características de la economía colombiana, este documento concluye que la dolarización financiera conllevaría costos elevados, en especial si se comparan con unos beneficios limitados y apenas potenciales.

Palabras claves: dolarización; dolarización financiera; dolarización parcial; indexación; *fear of floating*; riesgo cambiario.

Clasificación JEL: F31, F33, F36.

[†] Este es un documento de trabajo para discusión y no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Las opiniones expresadas y cualquier error u omisión son responsabilidad de los autores. El documento se enriqueció con los comentarios de Leonardo Villar, Juan José Echavarría, José Darío Uribe, Fernando Tenjo, Juan Mario Laserna, Carlos Gustavo Cano, Hernando Vargas, José Tolosa, Jorge Toro y Clara Lía Machado.

^{*} Profesional Experto en Apoyo de Liquidez y Control de Riesgos del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados de la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República, cleonrin@banrep.gov.co.

^{*} Investigador Principal de la Subgerencia Monetaria y de Reservas, areveihe@banrep.gov.co.

Introducción

La dolarización financiera, por la cual se permite al público efectuar depósitos y adquirir obligaciones en moneda extranjera, es un fenómeno común en países y regiones en desarrollo, entre las cuales se destaca América Latina. Actualmente Colombia presenta un bajo nivel de dolarización financiera, lo cual obedece principalmente a que no está permitida según la legislación financiera existente.

El presente documento revisa desde el punto de vista económico y financiero si se justifica la dolarización financiera en el caso colombiano, así como las implicaciones que tendría la adopción de una medida en tal sentido. Para tal fin, se inicia con una breve descripción de lo que es la dolarización, su tipología y principales características. En seguida se aborda la dolarización financiera, para lo cual se presenta una revisión teórica de sus causas, soportada por la evidencia empírica de varios países latinoamericanos. Posteriormente se revisan los principales efectos de la dolarización financiera. Luego, enmarcado en la situación actual de la economía, se presenta una serie de consideraciones para el caso colombiano, para finalmente concluir sobre su conveniencia. En un anexo se describe brevemente la experiencia de Chile y Perú con la dolarización.

1. La dolarización

De manera general, la dolarización se identifica con la utilización de una moneda extranjera, usualmente el dólar de los Estados Unidos², en lugar de la moneda local, en nuestro caso, el peso.

Más específicamente, la dolarización puede ser definida como la adopción de una moneda extranjera para que cumpla con todas o alguna de las funciones de la moneda local, las cuales son i) servir de medio de pago, ii) servir de unidad de cuenta y iii) servir de reserva de valor. Según lo anterior, la dolarización puede clasificarse de la siguiente manera:

Tabla No.1
Clases y tipos de dolarización

| Clase | Tipo | Descripción | Función del dinero relacionada |
|---------|------------|--|--------------------------------|
| Parcial | De pagos | Uso del dólar como medio de pago | Medio de pago |
| | Real | Indexación de los precios | Unidad de cuenta |
| | Financiera | Usar el dólar para denominar activos y pasivos | Reserva de valor |
| Total | | Reemplazo total de la moneda local | <i>Todas las anteriores</i> |

Con la dolarización total, en la cual el dólar es de curso legal y forzoso, la moneda extranjera asume todas las funciones antes mencionadas, como es el caso de El Salvador, Ecuador y Panamá. Tal decisión puede justificarse en varias circunstancias (Sachs J. y Larrain F, 1999).

² En el transcurso del documento se utilizará frecuentemente el dólar de los Estados Unidos como la moneda extranjera y el peso como la moneda local.

- Economías muy integradas con el emisor de la moneda extranjera y que, por ende, experimentan ciclos económicos muy similares;
- Economías pequeñas en las que los precios estén ya denominados en moneda extranjera y en las que la mayor parte de los productos se comercia con el exterior;
- Países con mercados laborales muy flexibles, en los cuales los ajustes nominales se pueden realizar vía costos laborales y aumento de la productividad;
- Países en los que la política monetaria no es creíble.

Como muestra la siguiente tabla, el número de países o territorios independientes que se encuentran dolarizados totalmente es reducido y poco representativo³, de los cuales Ecuador es el más grande en términos de población y PIB, seguido por El Salvador y Panamá:

Tabla No.2
Países independientes con dolarización oficial total (2007)⁴

| País o territorio | Habitantes | PIB (MM USD) | Moneda | Desde |
|---------------------|-------------------|-----------------|----------------------------------|-------|
| Andorra* | 71.822 | 2,77 | Euro | 1278 |
| Mónaco* | 32.671 | 0,99 | Euro | 1865 |
| Tuvalu | 11.992 | 0,02 | Dólar de Australia | 1892 |
| San Marino | 29.615 | 0,85 | Euro | 1897 |
| Panamá | 3.242.173 | 25,29 | Dólar de Estados Unidos y balboa | 1904 |
| Nauru* | 13.528 | 0,06 | Dólar de Australia | 1914 |
| Liechtenstein | 34.247 | 1,78 | Franco de Suiza | 1921 |
| Ciudad del Vaticano | 821 | N/A | Euro | 1929 |
| Kiribati | 107.817 | 0,21 | Dólar de Australia | 1943 |
| Palau | 20.842 | 0,12 | Dólar de Estados Unidos | 1944 |
| Micronesia | 107.862 | 0,28 | Dólar de Estados Unidos | 1944 |
| Islas Marshall | 61.815 | 0,12 | Dólar de Estados Unidos | 1944 |
| Timor del Este | 1.084.971 | 0,37 | Dólar de Estados Unidos | 2000 |
| Ecuador | 13.755.680 | 60,48 | Dólar de Estados Unidos | 2000 |
| El Salvador | 6.948.073 | 33,2 | Dólar de Estados Unidos | 2001 |
| TOTAL | 25.523.929 | 126,54 | | |

(*) El PIB medido con base en una tasa de cambio de paridad de poder de compra de los Estados Unidos

Por otra parte, la dolarización parcial, ya sea de pagos, real o financiera, es bastante común en las regiones en desarrollo, incluyendo América Latina.

La dolarización de pagos o sustitución monetaria, en la cual el dólar es utilizado por los residentes como medio de pago, responde a la desconfianza del público en su moneda para

³ La población que vive en países o territorios independientes con dolarización total apenas alcanza el 0,39% de la población mundial y el 57,51% de la población de Colombia; el PIB de estos países es inferior al 0,00% del PIB mundial y alcanza el 119,9% del PIB de Colombia.

⁴ Por dolarización se entiende la adopción de una moneda extranjera en reemplazo de la local, inclusive si la primera no es el dólar de los Estados Unidos de América. En el caso del euro, la fecha de adopción corresponde a aquella en que se adoptó la moneda que precedió al euro. Con datos del CIA World Factbook 2007.

realizar transacciones cotidianas, la cual puede resultar en la sustitución de ésta por otra moneda o medio de pago que el público estime como más conveniente. La motivación para tal desconfianza puede ser, por ejemplo, un alto nivel de inflación, que penalice la tenencia de moneda local y que promueva entonces su sustitución⁵; este es el caso, por ejemplo, de la economía ecuatoriana antes de la dolarización total, cuando los agentes económicos sustituyeron el sucre por el dólar al momento de realizar transacciones entre ellos⁶.

Con la dolarización real, los precios y contratos de la economía, en especial los salarios, se establecen en dólares. Este tipo de dolarización responde a la dificultad para ajustar continuamente los precios y demás variables nominales, y a la búsqueda por parte de los asalariados y las empresas de fijar sus precios en la moneda que sea más estable en términos reales.⁷ La dolarización real es poco común: inclusive en economías de alta dolarización financiera como Uruguay, Paraguay, Perú y Bolivia, los salarios y otros precios continúan denominados en moneda local.

La dolarización financiera, en la cual se usa el dólar para denominar depósitos, préstamos y otros contratos financieros, responde a la necesidad de los agentes de tener una moneda que permita preservar el valor de los activos. Este tipo de dolarización, bastante común, se explica porque, entre otras razones, los agentes preferirán disminuir la volatilidad del valor real de su portafolio de activos con la utilización de la moneda extranjera. En América Latina, Perú, Bolivia, Costa Rica, Uruguay y Paraguay, muestran altos grados de dolarización financiera.

A continuación se profundiza sobre este último tipo, la dolarización financiera.

2. La dolarización financiera

La dolarización financiera, también conocida como sustitución de activos y pasivos, consiste en el uso del dólar para denominar depósitos, préstamos y otros contratos financieros, con el fin de preservar el valor de los mismos.

Este tipo de dolarización, que se suele medir con el coeficiente de depósitos en moneda extranjera como proporción de los depósitos totales, es bastante común en América Latina⁸:

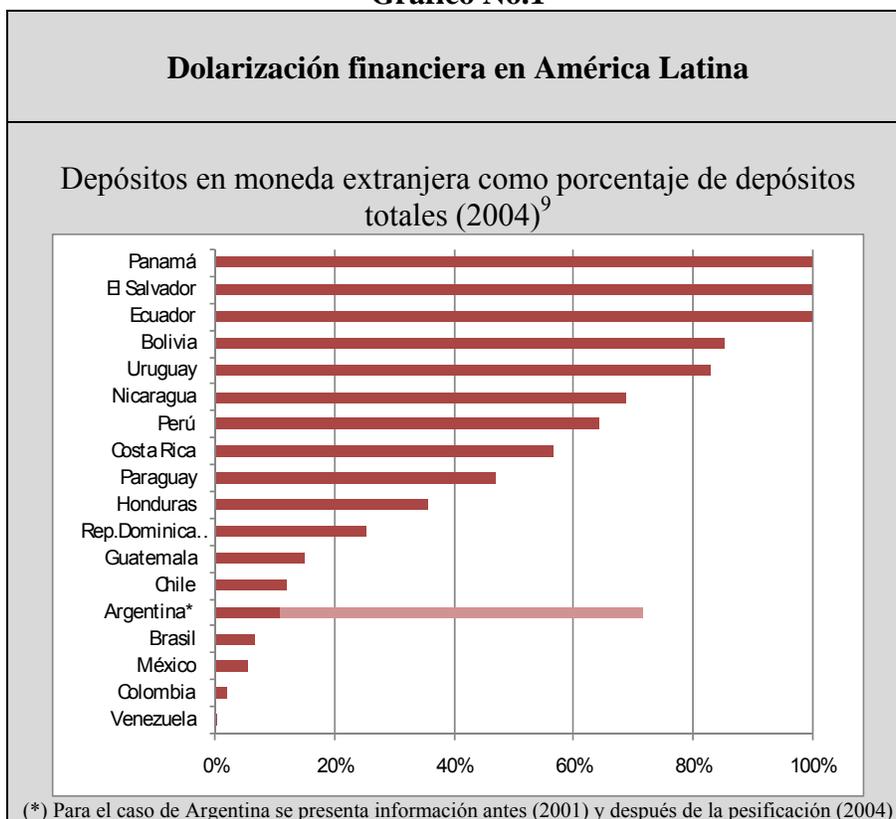
⁵ Ize A. y Parrado E. (2002) y De Nicoló G., Honohan P. y Ize A. (2003).

⁶ Sierra E. y Padilla O. (2000).

⁷ Ize A. y Parrado E. (2002).

⁸ Heysen S. (2005).

Gráfico No.1



De acuerdo con la revisión teórica realizada, los factores que determinan un mayor o menor grado de dolarización financiera en una economía son tres:

- Credibilidad de la autoridad monetaria y confianza en la moneda local
- Volatilidad relativa de la moneda local y cobertura de riesgo
- Integración comercial y tamaño de la economía

A continuación se amplía cada uno de estos factores.

2.1. Credibilidad de la autoridad monetaria y confianza en la moneda local

Un factor común a todos los tipos de dolarización es la poca credibilidad de la autoridad monetaria y la confianza que ésta genera en la moneda local. De existir una baja credibilidad en la autoridad monetaria y en la capacidad de la moneda local para cumplir la función de reserva de valor, los agentes preferirán resguardar su riqueza en otra moneda que les garantice su capacidad adquisitiva medida en moneda local.

⁹ Con base en datos de Honohan P. y Shi A. (2001).

Es así como los contrastes en el grado de dolarización financiera entre países se explican en parte por diferencias en la calidad y credibilidad de las instituciones, así como restricciones administrativas y legales.¹⁰

A nivel internacional, Honohan P. (2007), basado en un estudio de 76 países para el periodo 1990-2005, encuentra que ningún país que haya mantenido la inflación por debajo de 35% anual tiene alta dolarización¹¹, a excepción de aquellos considerados como centros financieros. Así mismo, encuentra que ningún país que haya experimentado hiperinflación ha logrado escapar de un nivel alto de dolarización, excepto a través de su restricción legal.

Para el caso de América Latina, el pasado de desórdenes macroeconómicos y episodios hiperinflacionarios de los ochentas y principios de los noventas¹² justifican que en algunos casos exista poca confianza en las políticas económicas y en la moneda local como reserva de valor.

Tabla No. 3
Casos recientes de hiperinflación en América Latina¹³

| País | Años |
|-------------|-------------------------|
| Argentina | 1989 y 1990 |
| Bolivia | 1984 y 1985 |
| Brasil | 1989, 1990, 1993 y 1994 |
| Nicaragua | 1988, 1989, 1990 y 1991 |
| Perú | 1989 y 1990 |

Para corroborar lo anterior, en el gráfico siguiente se presenta la relación entre dolarización financiera e inflación para algunos países de América Latina en el periodo 1980-1994, en el cual en varios de estos países se hizo presente la hiperinflación.

¹⁰ De Nicolás G., Honohan P. y Ize A. (2003).

¹¹ El autor define país de alta dolarización como aquel que cumple con que la mitad de los depósitos se encuentre en moneda extranjera o que se encuentra en el cuartil superior de una muestra de 130 países.

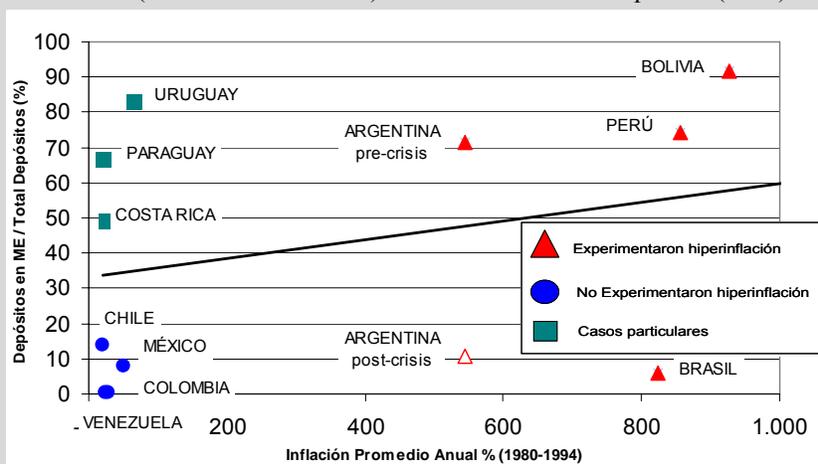
¹² Se entiende por hiperinflación aquellos episodios en que la inflación alcanza el 1000% al año (Dornbusch R., Fischer S. y Startz R., 2004).

¹³ Con datos citados por Rennhack R. y Nozaki M. (2006).

Gráfico No.2

Dolarización y poca credibilidad monetaria: evidencia empírica

Inflación (Promedio 1980-1994) Vs. Dolarización de Depósitos (2001)¹⁴



Se puede resaltar que los países que tuvieron eventos hiperinflacionarios y, por ende, una alta inflación promedio en el periodo 1980-1994, exhiben una dolarización financiera mayor al 70%, con la notable excepción de Brasil, que ha preferido mantener un bajo nivel de dolarización a través de restricciones legales.

Por otra parte, países con bajos niveles promedio de inflación y economías de tamaño mediano (Chile, México, Colombia y Venezuela) muestran bajos niveles de dolarización financiera. Estos son países que han preservado la demanda de sus monedas con una combinación de políticas económicas sanas, instrumentos financieros indexados y restricciones legales¹⁵.

Uruguay, Paraguay y Costa Rica, que no tuvieron una inflación promedio alta, tienen altos niveles de dolarización financiera, que, como se explicará posteriormente, obedecen a su tamaño y grado de integración comercial y financiera con el exterior.

2.2. Volatilidad relativa de la moneda local y cobertura de riesgo

Dado que los contratos e instrumentos financieros por lo general se ajustan periódicamente a los cambios en la inflación, este factor resalta que el nivel de inflación esperada no es el determinante de la dolarización financiera.

¹⁴ Con datos del IFS del FMI y de Rennhack R. y Nozaki M. (2006)

¹⁵ Rennhack R. y Nozaki M. (2006).

Por el contrario, de acuerdo con este factor¹⁶, la dolarización financiera es el resultado de un ejercicio de portafolio de mínima varianza que refleja una relación entre la volatilidad de la inflación, la volatilidad del tipo de cambio real y la correlación existente entre estas dos. Según esto, por lo general existirá una fuerte disposición de los agentes a dolarizar sus activos si el riesgo de inflación no-esperada es alto.

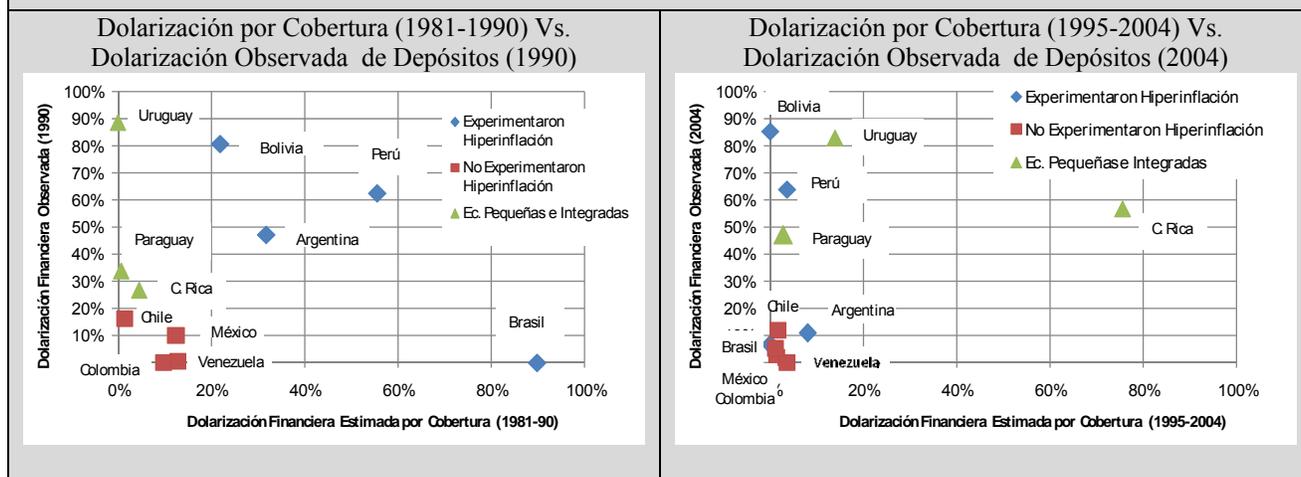
Según lo anterior, los agentes, que se suponen adversos al riesgo, escogerán aquella combinación de instrumentos financieros en pesos y dólares que les permita minimizar el riesgo de su portafolio de riqueza real.

Para corroborar lo anterior, siguiendo a Ize A. y Levy E. (1998) y con información de inflación y tasa de cambio nominal¹⁷, se construyó una serie histórica mensual de inflación y de devaluación real. Con estas series se estimó para varios países de América Latina la Dolarización Financiera Estimada por Cobertura, que es el grado de dolarización correspondiente a la combinación de activos en pesos y dólares que resulta en la mínima volatilidad de la capacidad adquisitiva de los agentes.

La estimación antes mencionada se realizó para dos periodos de diez años cada uno, 1981-1990 y 1995-2004, los cuales difieren en los resultados de la inflación en la región, siendo el primero caracterizado por episodios hiperinflacionarios en algunos países, mientras que el segundo se destacó por los logros en materia de lucha contra la inflación.

Gráfico No.3

Dolarización como cobertura: evidencia durante periodos de inestabilidad (1981-1990) y estabilidad (1995-2004) de precios de las economías latinoamericanas¹⁸



¹⁶ En este factor coinciden, entre otros, Ize A. y Levy E. (2003), Rennhack R. y Nozaki M. (2006), Ize A. (2006), De Nicoló G., Honohan P. y Ize A. (2003), Ize A. y Levy E. (1998) y BID (2004).

¹⁷ Información del IFS del FMI.

¹⁸ Con información del IFS del FMI y Singh A. y otros (2005), con base en Rennhack R. y Nozaki M. (2006) y Ize A. y Levy E. (2003).

Resalta que en el periodo 1981-1990 (izquierda) las economías con una volatilidad de la inflación relativamente alta con respecto a la volatilidad de la tasa de cambio real (Bolivia, Perú, Argentina) y correlaciones lejanas de la unidad, tienen niveles de dolarización observada altos, tal como supone el índice de Dolarización Financiera Estimada por Cobertura. La excepción es Brasil, que, como se mencionó anteriormente, ha evitado explícitamente la dolarización a través de medidas de tipo legal.

Por el contrario, economías con una volatilidad de la inflación relativamente baja con respecto a la volatilidad de la tasa de cambio real (Colombia, Chile, México, Venezuela) o que disponen de instrumentos indexados¹⁹, y que no son economías pequeñas e integradas, tienen un nivel de dolarización bajo, acorde con el índice de Dolarización Financiera Estimada por Cobertura.

En el periodo 1995-2004 (derecha) se evidencia que América Latina se distanció del pasado hiperinflacionario y del desorden macroeconómico. Prueba de ello es que la Dolarización Financiera Estimada por Cobertura disminuyó notoriamente en casi todos los países.

Aquellos países sin pasado hiperinflacionario y que continuaron con esa tradición (Chile, Colombia, México y Venezuela) se mantuvieron cerca del origen, confirmando que su nivel de dolarización financiera es acorde con un bajo nivel de Dolarización Financiera Estimada por Cobertura.

Sin embargo, el nivel de dolarización observada no disminuyó en la misma medida en todos los países con pasado hiperinflacionario, hecho que es evidente en Perú y Bolivia, que aún mantienen altos niveles de dolarización. Lo anterior demuestra que existe una fuerte persistencia de la dolarización en algunos países con pasados hiperinflacionarios²⁰. Cabe resaltar que Argentina, como consecuencia de la caída de la caja de conversión²¹ en el 2001, decidió en el 2002 “pesificar” la economía, razón por la cual pasó de un nivel de dolarización de los depósitos de 71.5% en 2001 a 4.2% en 2002.

Por otra parte, subsisten altos niveles de dolarización financiera en Costa Rica, Uruguay y Paraguay, que cumplen la particularidad de ser países pequeños e integrados. A continuación se aborda este factor.

¹⁹ Es el caso de Chile con la Unidad de Fomento (UF) y la UVR (antes UPAC) para Colombia. El caso de Chile, como se describe en anexo al final de este documento, es aleccionador al respecto.

²⁰ Esta persistencia se conoce en la literatura como histéresis o *ratchet effect*, por la cual los agentes, una vez sustituyen la moneda local por el dólar, tienden a abandonarla muy lentamente, incluso si la razón para haber reemplazado la moneda local ya no está presente. Las causas de este efecto son la memoria de los agentes, así como el costo inicial que se pagó por pasarse al dólar. Honohan P. y Shi A. (2001).

²¹ La caja de conversión es un arreglo cambiario en virtud del cual el banco central solo puede emitir moneda local si esta emisión es respaldada con reservas internacionales a una tasa de cambio determinada. Hong Kong es una de las economías que actualmente utiliza este arreglo cambiario, mientras que Argentina lo mantuvo desde principios de los noventa hasta el 2001.

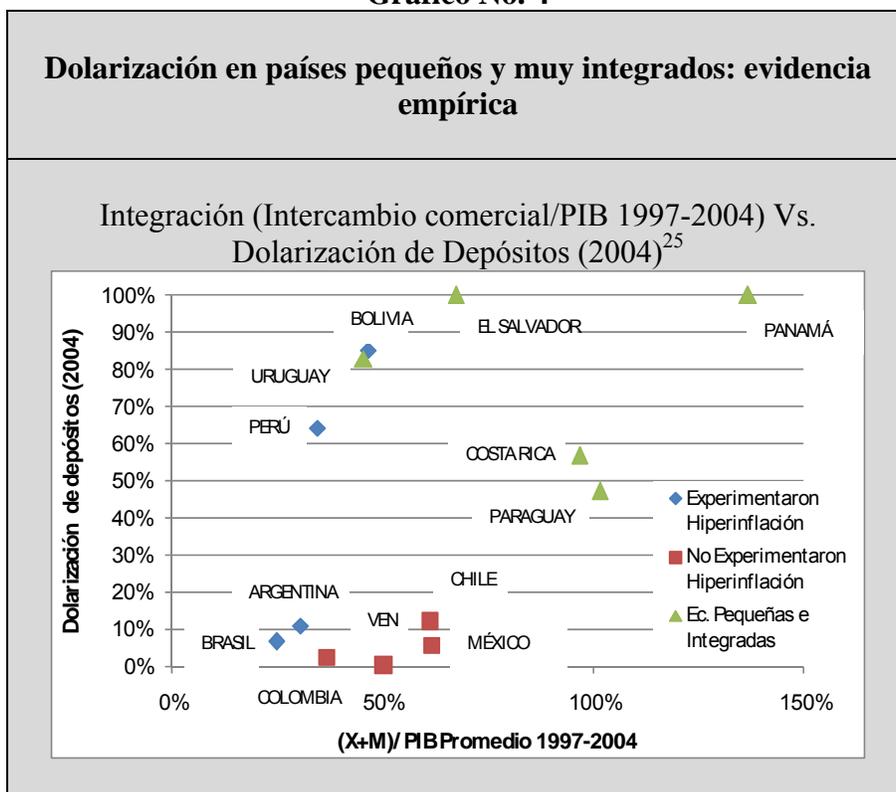
2.3. Tamaño de la economía e integración comercial y financiera

Tal como se afirmó anteriormente, la dolarización total se justifica en economías muy integradas con los Estados Unidos y que, por ende, experimentan ciclos similares, así como en economías pequeñas en las que los precios estén ya denominados en dólares y en la que la mayor parte de los productos se comercia con el exterior²². Para este tipo de economías, pequeñas y cuyo nivel de integración con el exterior implica que el manejo de una moneda extranjera es más que conveniente, la dolarización financiera refleja la estructura comercial de la economía²³.

En el mismo sentido, existen evidencias que demuestran un importante vínculo entre la dolarización real y financiera, donde la primera, por el desarrollo del sector real frente a la globalización y la liberalización del comercio, presiona a la segunda. En tales casos, puede ser nocivo tratar de evitar la dolarización financiera.²⁴

Para corroborar este factor se comparó el grado de integración comercial de la economía, medido como el coeficiente exportaciones más importaciones de bienes y servicios como proporción del PIB, con la dolarización de depósitos.

Gráfico No. 4



²² Sachs J. y Larrain F. (1999).

²³ Ize A. y Parrado E. (2002).

²⁴ Ize A. y Levy E. (1998).

²⁵ Con información del IFS del FMI. Por intercambio comercial se entiende la suma de exportaciones e importaciones de bienes, más la suma de créditos y débitos por pago de servicios.

Según el gráfico precedente, economías de tamaño pequeño y que están muy integradas con el exterior presentan altos grados de dolarización de los depósitos (Costa Rica, Panamá, El Salvador, Uruguay y Paraguay), mientras que países con niveles intermedios de integración comercial, y que no han sufrido de periodos de hiperinflación, exhiben bajos niveles de dolarización financiera (Colombia, Chile, Venezuela y México).

De acuerdo con lo anterior, la decisión de dolarizar para economías pequeñas y muy integradas responde a la conveniencia de aprovechar cierto grado de sincronía que puede existir entre sus economías y la economía emisora de la moneda.

Adicionalmente, algunas de estas economías pequeñas e integradas son reconocidas por ofrecer ciertas ventajas a los depósitos de no residentes, lo cual también ha presionado dolarización financiera. Los casos más sobresalientes son Hong Kong, Costa Rica, Djibouti, Líbano, Islas Maldivas y Uruguay.²⁶

3. Principales efectos de la dolarización financiera

De acuerdo con la teoría y la evidencia empírica disponible, a continuación se revisan las principales consideraciones y consecuencias asociadas a la dolarización financiera.

3.1. El dólar como alternativa de reserva de valor

El permitir a los agentes utilizar el dólar como reserva de valor les brinda una alternativa para resguardar el valor real de su riqueza, por ejemplo, frente a la inflación o a la depreciación de la moneda local.

Así mismo, los agentes de la economía contarán con un activo adicional con el cual podrán conformar su portafolio de activos, obteniendo así beneficios por la diversificación de riesgo.

No obstante, la experiencia internacional reciente demuestra que la utilización de la moneda extranjera como reserva de valor no solo obedece a la confianza en la moneda local y la aversión al riesgo de los agentes. Por ofrecer una remuneración inferior a los depósitos en moneda local, el público no siempre está dispuesto a utilizar los depósitos en moneda extranjera, especialmente si existen expectativas de apreciación de la moneda local o de inflación baja y controlada, o una tasa de interés en moneda local muy atractiva.

Por el contrario, si existen perspectivas de depreciación de la moneda local o de desorden monetario, el público estará deseoso de utilizar la moneda extranjera como reserva de valor; en este caso los agentes están dispuestos a recibir una menor remuneración porque estiman que la protección contra el riesgo cambiario es valiosa.

²⁶ Honohan P. (2007).

3.2. Profundización del sistema financiero

En economías inflacionarias y no dolarizadas, donde la moneda local no cumple con la función de reserva de valor, el público busca resguardar el valor de sus activos por fuera del sistema financiero, ya sea en el exterior o en moneda extranjera en efectivo.

Por lo anterior, por devolver la función de reserva de valor a los contratos financieros, la dolarización financiera permite tener un sistema financiero más profundo, pero sólo en economías inflacionarias.²⁷

3.3. Costos de transacción y disponibilidad de cobertura natural

Para economías pequeñas y muy abiertas al comercio existe una alta propensión a la dolarización financiera, la cual puede ser un resultado natural y saludable del desarrollo del sector real frente a la globalización y la liberalización del comercio²⁸.

3.4. Impacto en el nivel de riesgo sistémico

De permitirse a los agentes tener depósitos en moneda extranjera, los intermediarios financieros inmediatamente asumirían riesgo cambiario, el cual pueden mantener al interior de su balance o transferirlo.

Si los intermediarios deciden mantener el riesgo cambiario o no pueden transferirlo, la exposición a este riesgo genera un potencial efecto balance, por el cual, ante una depreciación considerable, la vulnerabilidad de los sistemas financieros al riesgo de solvencia y de liquidez aumenta.^{29,30}

Por otra parte, si los intermediarios financieros que reciben depósitos en dólares consiguen transferir el riesgo cambiario extendiendo créditos en moneda extranjera, esta cobertura cambiaria implica que el intermediario está intercambiando el riesgo cambiario por riesgo de crédito.

El prestatario de un crédito en moneda extranjera está asumiendo el riesgo cambiario, por lo que el efecto balance simplemente se estará trasladando del sector financiero al real. De esta manera, si los ingresos del deudor no están denominados o indexados en moneda extranjera, de suceder una depreciación considerable, la liquidez y solvencia del deudor disminuirá y posiblemente no podrá hacer frente a sus compromisos con el intermediario

²⁷ De Nicolás G., Honohan P. y Ize A. (2003).

²⁸ Ize A. y Levy E. (2005).

²⁹ Cayazzo J., García P., Gutierrez E. y Heysen S. (2006).

³⁰ El efecto balance y su impacto en el riesgo de solvencia, riesgo de liquidez y en la estabilidad macroeconómica, ha sido reconocido ampliamente en la literatura. Algunas de las opiniones al respecto se encuentran en el Recuadro No.1.

financiero, incrementando la cartera vencida y el riesgo sistémico³¹, a su vez convirtiéndose en un determinante de crisis bancarias y cambiarias.

Recuadro No.1

El efecto balance ha sido reconocido como un determinante de los últimos episodios de crisis:

- Eichengreen B. (2001) documenta que la existencia de una exposición cambiaria considerable, consistente en obligaciones en moneda extranjera dentro y fuera de balance, fue un factor relevante en el desarrollo de las crisis de Turquía y Argentina de principios de siglo XXI.
- Kaminsky G. y Reinhart C. (1998) reconocen que el efecto balance es un factor adicional que intensifica los vínculos entre una crisis bancaria y una crisis cambiaria, facilitando que éstas se presenten simultáneamente, en lo que denominan crisis gemelas o *twin crises*.
- Calvo G., Izquierdo A. y Mejía L. (2004) documentan que la dolarización de pasivos en las economías emergentes es uno de los más importantes determinantes de la probabilidad de ocurrencia de una detención súbita o *sudden stop*³².
- Ize A. y Levy E. (2005) concluyen que la dolarización ha complicado las respuestas de política económica en varios episodios de crisis o previos a la crisis, y, en algunos casos, ha sido identificada como la fuente de vulnerabilidad financiera que disparó una crisis. También concluyen que la dolarización financiera genera mayor volatilidad del producto del país.

Sin embargo, los efectos nocivos del traslado del riesgo cambiario del sector financiero al sector real pueden ser adecuadamente absorbidos si las firmas del sector real que asumen el riesgo cambiario tienen sus ingresos denominados o indexados en moneda extranjera, como es el caso de las firmas exportadoras. De existir este tipo de cobertura natural en el balance del sector real de la economía, el traslado puede ser adecuado.

Para el caso de América Latina existe evidencia³³ que demuestra que el traslado del riesgo cambiario del sector financiero al real en economías con alto grado de dolarización financiera se ha realizado al sector no transable de la economía:

³¹ Leiderman L., Maino R. y Parrado E. (2006) encuentran que en el caso de Perú, economía con una alta dolarización financiera, el tipo de cambio real causa la cartera vencida, a diferencia de Chile, una economía poco dolarizada.

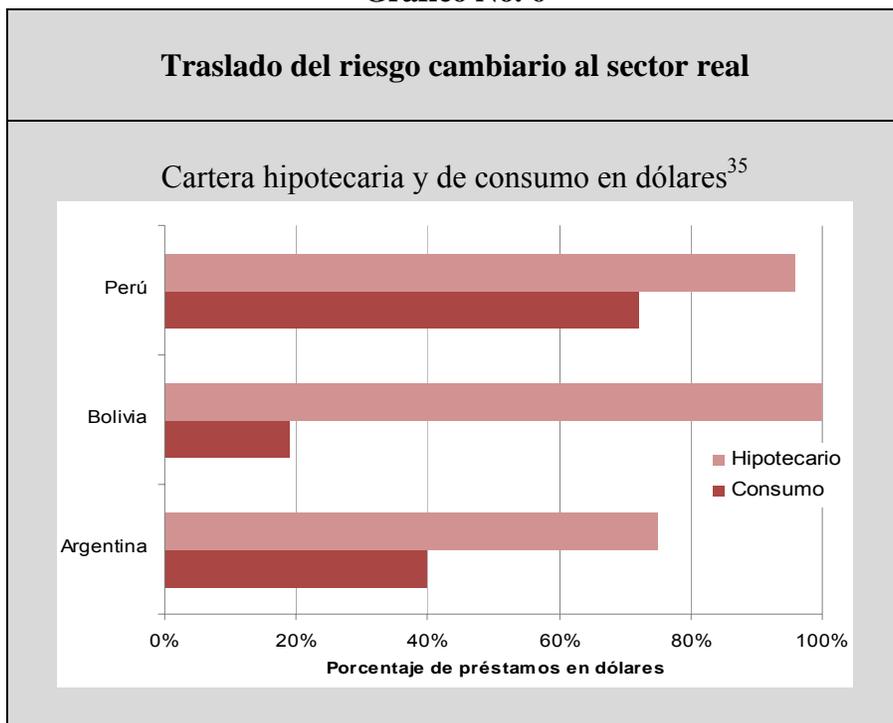
³² Definido como una fuerte reducción en los flujos de capital, que por lo general desencadenan fuertes depreciaciones y desordenes financieros, que resultan en bajas tasas de inversión y crecimiento. Calvo G., Izquierdo A. y Mejía L. (2004).

³³ Rennhack R. y Nozaki M. (2006) y BID (2004).

Gráfico No. 5



Gráfico No. 6



³⁴ Con datos de Rennhack R. y Nozaki M. (2006).

³⁵ Con datos de BID (2004). Los datos de Perú corresponden al periodo 1996-2002, de Argentina al periodo 1996-2001 y los de Bolivia al 2002.

El traslado de riesgo cambiario al sector real tiene un incentivo adicional. Dado que las tasas de interés de los préstamos en dólares suelen ser inferiores a las tasas de los préstamos en moneda local, los agentes de la economía tienden a subestimar el verdadero costo del endeudamiento.³⁶ Los deudores en dólares simplemente aprovechan una tasa nominal inferior, desconociendo la probabilidad de un aumento considerable de la tasa de cambio y el efecto balance que puede surgir como consecuencia.

3.5. La función de prestamista de última instancia

La ausencia de un prestamista de última instancia para los depósitos en moneda extranjera puede hacer que las corridas bancarias sean más frecuentes y, una vez iniciadas, más difíciles de detener.³⁷ Esto se explica por la dificultad para mantener activos líquidos en moneda extranjera, así como por la limitada capacidad del prestamista de última instancia de proveer liquidez en moneda extranjera.

Gulde A., Hoelscher D. y otros (2003) encuentran que existen evidencias que señalan a la dolarización, especialmente la dolarización financiera, como un factor que complica los episodios de corridas bancarias y que puede determinar su ocurrencia y desarrollo:

Tabla No.4³⁸
Casos de corridas bancarias

| Caso → | Turquía (1994) | Argentina (1995) | Bulgaria (1996) | Rusia (1998) | Ecuador (1999) | Argentina (2001) | Uruguay (2002) |
|--------------------------------|-------------------|---------------------|--------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| Dolarización de Depósitos → | 46% | 50% | 40% | 18% ³⁹ | 76% | 70% | 85% |

Para facilitar el cumplimiento de la función de prestamista de última instancia podría ser necesario utilizar las reservas internacionales o crear un fondo de liquidez. En cualquier caso, tener una mayor parte de la liquidez del banco central en moneda extranjera significa por lo general una rentabilidad inferior, por lo tanto un costo de agencia que lleva a mantener tenencias de liquidez en dólares subóptimas y a otorgar un subsidio implícito a la intermediación en dólares, con cargo al contribuyente.⁴⁰

Si en vez de hacerlo él mismo, el banco central o el supervisor logra forzar a los intermediarios a mantener requisitos de liquidez en moneda extranjera más elevados, este costo seguramente será trasladado al depositante vía una menor remuneración o al prestatario a través de una mayor tasa de interés.

³⁶ Singh A. y otros (2005).

³⁷ Gulde A., Hoelscher D. y otros (2003).

³⁸ Gulde A., Hoelscher D. y otros (2003).

³⁹ Adicionalmente, los intermediarios financieros en Rusia presentaban una gran exposición cambiaria fuera de balance Gulde A., Hoelscher D. y otros (2003).

⁴⁰ Ize A., Kiguel M. y Levy E. (2006).

3.6. La función de supervisión del sector financiero

Si existe un descalce en el balance de los bancos, un movimiento de la tasa de cambio puede afectar de manera rápida la solidez del sistema bancario, dejando muy poco tiempo para detectar y actuar a las autoridades.⁴¹

Por lo anterior, la supervisión está obligada a tener más y mejores herramientas para prevenir y afrontar problemas del sector financiero. Debe asegurarse que los bancos cuentan con el respaldo suficiente para cubrir sus riesgos ante choques excepcionales y lograr que interioricen y capitalicen los riesgos asumidos.

3.7. La política cambiaria y monetaria

Como consecuencia del efecto balance mencionado en un numeral anterior se general el efecto miedo a flotar o *fear of floating*. Este efecto se refiere a que los agentes de la economía, y especialmente el banco central, son fuertemente adversos a la volatilidad de la tasa de cambio, inclusive induciendo a que se fijen metas cambiarias.

La consecuencia directa de dicha aversión a los movimientos de la tasa de cambio es la restricción en la habilidad de la autoridad monetaria y cambiaria para adoptar políticas autónomas⁴² y anticíclicas.

La evidencia al respecto muestra que países con una alta dolarización de pasivos tienden a tener un tipo de cambio menos flexible⁴³, para lo cual deben asumir el costo –fiscal- de tener que intervenir mucho más frecuentemente en el mercado monetario y cambiario⁴⁴, así como enfrentar dificultades en la fijación de metas de inflación⁴⁵.

Rennhack R. y Nozaki M. (2006) implementaron un índice de miedo a flotar (*fear of floating*), con el cual determinaron un indicador de flexibilidad cambiaria de facto⁴⁶, el cual oscila entre cero (régimen de tipo de cambio fijo) e infinito (total flexibilidad).

Utilizando el indicador de flexibilidad cambiaria de facto antes mencionado, el gráfico siguiente muestra que países con mayor dolarización financiera tienden a tener un tipo de cambio menos flexible.

⁴¹ Gulde A., Hoelscher D. y otros (2003).

⁴² Honig A. (2004), Leiderman L., Maino R. y Parrado E. (2006), Ganapolsky E. (2003), De Nicoló G., Honohan P. y Ize A. (2003).

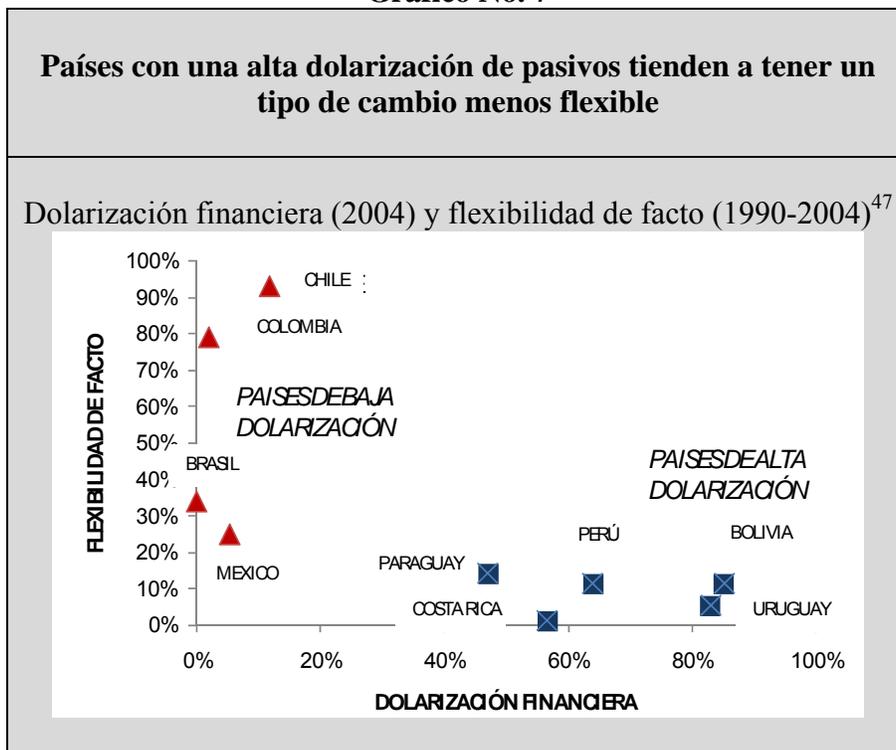
⁴³ Según Honig A. (2004), un incremento de 1% en la razón depósitos en moneda extranjera / pasivos totales de los bancos incrementa la probabilidad de que el país escoja un tipo de cambio fijo en 0.3%.

⁴⁴ Ganapolsky E. (2003) y Berkmen P. y Cavallo E. (2007).

⁴⁵ Leiderman L., Maino R. y Parrado E. (2006) encuentran evidencia que señala que la fijación de metas de inflación parece ser más difícil en una economía con un alto grado de dolarización financiera.

⁴⁶ Este indicador, desarrollado por Calvo G. y Reinhart C. (2002) y citado por Rennhack R. y Nozaki M. (2006), mide la variabilidad de la tasa de depreciación de la tasa de cambio nominal en relación con la suma de la variabilidad de las reservas internacionales netas y de las tasas de interés de corto plazo.

Gráfico No. 7



La evidencia empírica corrobora entonces que los países latinoamericanos de mayor dolarización financiera tienen una menor flexibilidad del tipo de cambio. Por lo anterior, para estos países con baja flexibilidad cambiaria aplicarían las ventajas y desventajas de los regímenes de tasa de cambio fijos, entre las cuales se cuentan:

Tabla No.5⁴⁸

Principales ventajas y desventajas de los tipos de cambio fijos

| Ventajas | Desventajas |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Induce una mayor disciplina monetaria y reduce la desconfianza en la moneda • Reduce la volatilidad cambiaria y genera confianza • Evidencia de mayores niveles inversión extranjera • Mejores resultados en la lucha contra la inflación • Reducción en costos de transacción | <ul style="list-style-type: none"> • Reduce la autonomía de la política monetaria y la capacidad de adoptar políticas anticíclicas • Evidencia de menor crecimiento de la productividad • Dificulta realizar ajustes nominales ante desequilibrios externos • Puede generar apreciación real y desajustes cambiarios que terminan con ataques especulativos y crisis cambiaria |

La última de las desventajas antes mencionadas, consistente en la evidencia de que los tipos de cambio fijos son más propensos a ataques especulativos y crisis cambiarias, se magnifica al tener la posibilidad de realizar depósitos en moneda extranjera. Esto se debe a que la existencia de una expectativa de crisis bancaria o cambiaria puede generar una “corrida del

⁴⁷ Con datos de Rennhack R. y Nozaki M. (2006).

⁴⁸ Con base en Gosh A., Gulde A. y otros (1996) y Sachs J. y Larrain F. (1999).

peso”, la cual se materializará al trasladarse los depósitos a dólares, disminuyendo así la demanda de moneda local, reforzando la expectativa de la crisis (*self-fulfilling prophecies*).

Por otra parte, los deudores en dólares (bancos y sector real), confiados en la existencia del efecto balance y el miedo a flotar (*fear of floating*) por parte de la autoridad monetaria, tienen incentivos a asumir riesgo cambiario excesivamente. De esta manera, ante una garantía implícita de estabilidad cambiaria, los agentes aprovechan que las tasas de los créditos en dólares suelen ser inferiores a las tasas en moneda local, pero sin internalizar el riesgo cambiario apropiadamente (riesgo moral).

Finalmente, el efecto balance también puede distorsionar los mecanismos de transmisión monetaria. Por ejemplo, si el banco central pretende adoptar una política monetaria contraccionista y el promedio de los agentes del sector real son deudores en dólares, un aumento de la tasa de interés crea una apreciación de la tasa de cambio que aumenta la riqueza y el consumo⁴⁹. Igualmente, el efecto balance puede hacer que la depreciación, por lo general expansiva, tenga efectos contraccionistas.

3.8. Reputación y credibilidad del banco central

La dolarización de depósitos es un mecanismo por el cual los consumidores y las empresas hacen frente a la incertidumbre de la variación de precios y la confianza en la economía. Por lo tanto, el permitir la dolarización financiera tendrá un impacto en la reputación y credibilidad del banco central y de la moneda emitida.

En el caso de países en desarrollo, en los cuales las instituciones y la economía no tienen un altísimo grado de confiabilidad y reputación que haga que su moneda sea libremente convertible a nivel internacional, el permitir la dolarización de pasivos puede hacer pensar que el banco central espera un aumento en la incertidumbre de la variación de precios, o que espera perder el control monetario de la economía.⁵⁰

Por el contrario, en países con una altísima confiabilidad y reputación de sus instituciones y economía, que gozan de la emisión de monedas consideradas de libre convertibilidad, el permitir la dolarización financiera puede ser interpretado como una señal de confianza en la moneda local.

⁴⁹ Gómez J. (2007).

⁵⁰ Esta inconvertibilidad resulta en la incapacidad de endeudarse en moneda nacional, a largo plazo en el mercado doméstico o en el exterior (deuda soberana y privada), en lo que se conoce en la literatura como “pecado original” (*original sin*). Lo anterior es consecuencia de la falta de políticas fiscales y monetarias creíbles, así como del subdesarrollo financiero, entre otros. Bordo M., Meissner C. y Redish A. (2003)

3.9. Impacto en el financiamiento local

Como se mencionó anteriormente, los intermediarios financieros que reciben depósitos en moneda extranjera tratarán de cubrir sus posiciones extendiendo créditos en la misma moneda, trasladando el riesgo cambiario al sector real según se describió inicialmente.

Adicionalmente, dado que puede existir un límite a la absorción de créditos en moneda extranjera por parte del sector real, los intermediarios pueden optar por efectuar depósitos en el exterior.

De acuerdo con la evidencia encontrada por Honohan P. y Shi A. (2001)⁵¹, por lo menos la mitad de los depósitos en moneda extranjera recibidos por los intermediarios financieros son colocados fuera del país, lo cual resulta en la disminución de la oferta de crédito en la economía y un aumento de la tasa de interés real.

3.10. Persistencia de la dolarización

Se ha documentado que por lo general la dolarización emerge progresivamente en respuesta a la inestabilidad macroeconómica, mostrando un patrón bien definido: primero se produce el reemplazo de la moneda local como reserva de valor, inicialmente manteniendo dólares en efectivo. Luego se empieza a utilizar la moneda extranjera para algunas transacciones, lo cual presiona la dolarización real. Posteriormente, para evitar una posible desintermediación financiera, se permite que los bancos reciban depósitos en dólares.⁵²

Pero, inclusive en ausencia de inestabilidad económica pasada o presente que estimule la dolarización, permitir a los agentes tener depósitos en dólares puede facilitar que ésta se propague fácilmente. Esto sucede ante la existencia de una expectativa de crisis bancaria o cambiaria que genere una “corrida del peso”, la cual no solo reforzará la expectativa de la crisis (*self-fulfilling prophecies*), sino que propagará finalmente la dolarización.

Adicionalmente, se ha documentado que la dolarización subsiste inclusive luego de que las causas que la generaron han desaparecido, por lo que la des-dolarización es un proceso lento, poco frecuente y difícil. Las explicaciones más comunes de este hecho son la histéresis causada por la memoria de los agentes sobre traumas del pasado (inflación, devaluación, crisis bancaria, etc.), el costo inicial que se pagó por pasarse al dólar y el incentivo a mantener el dólar como reserva de valor cuando existe miedo a flotar (*fear of floating*).⁵³

⁵¹ Honohan P. y Shi A. (2001) encontraron dicho resultado a partir de un análisis de regresión sobre una muestra de 58 economías emergentes.

⁵² Castillo P. y Winkelried D. (2007), citando a Savastano M. (1996) “Dollarization in Latin America. Recent Evidence and some Policy Issues”, en Paul Mizen y Eric Pentecost (eds.), *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy, Evidence*.

⁵³ Honohan P. y Shi A. (2001), Singh A. y otros (2005) y Castillo P. y Winkelried D. (2007).

4. Consideraciones para el caso colombiano

Teniendo en cuenta que en la actualidad los agentes ya tienen la posibilidad de adquirir y mantener activos y pasivos en moneda extranjera⁵⁴, a continuación se mencionan algunas consideraciones sobre la dolarización financiera para el caso colombiano.

4.1. Colombia no puede enmarcarse en ninguna de las causas de dolarización total o financiera y, por tanto, sus ventajas parecen ser muy limitadas

La economía colombiana se caracteriza por:

- Tener una alta credibilidad en la política monetaria y en el banco central;
- Ser una economía de tamaño mediano, con un nivel de integración medio, que, medido como el coeficiente suma de exportaciones e importaciones como proporción del PIB, es inferior al 29,5% en promedio para el periodo 1994-2005 y donde las exportaciones como porcentaje del PIB son inferiores al 13,9% para el mismo periodo⁵⁵;
- Tener un historial de inflación y devaluación moderada y poco traumática.

Por lo anterior, las causas que justifican la dolarización financiera, real, de medios de pago o total, no se cumplen para el caso colombiano.

4.2. En la actualidad no parece haber incentivos para que los residentes tengan depósitos en dólares.

De acuerdo con las características y el entorno de la economía colombiana en la actualidad, permitir la dolarización financiera no incentivaría a que el público realizara depósitos en moneda extranjera.

Esto se debe a que el dólar no parece ni parecería cumplir en el futuro inmediato todas o algunas de las funciones clásicas de la moneda:

- El dólar no es considerado como medio de pago al interior de la economía colombiana y el peso cumple esta función de manera eficiente.
- El dólar no es utilizado para indexar los precios de la economía, por lo cual no se constituye en unidad de cuenta.
- El dólar no parece un buen sustituto de reserva de valor para el peso.

⁵⁴ Los agentes pueden adquirir dólares en efectivo, pueden tener instrumentos indexados en dólares (v.g. fondos de pensiones voluntarias en moneda extranjera), así como tener cuentas de compensación y de depósito en el exterior.

⁵⁵ Con datos del IFS del FMI. Para el 2006, según datos del DANE, las exportaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB ascienden a 19%, mientras que la suma de exportaciones e importaciones de bienes y servicios ascienden a 41% (no se incluyeron Transferencias Corrientes ni Renta de los Factores).

Respecto a la última función (reserva de valor), actualmente existen unas condiciones económicas que desincentivan al público a considerar al dólar como un sustituto de reserva de valor:

- El peso es una moneda que cuenta con la confianza de los agentes de la economía, soportada por la credibilidad de la autoridad y la política monetaria.
- Para el público en general, que en promedio tiene ingresos bajos y medio-bajos en pesos y sus egresos son en pesos, no existe incentivo para adoptar una estrategia de diversificación.
- Para la parte del público con ingresos altos y medio-altos, que tienen un incentivo para adoptar una estrategia de diversificación, ya existen mecanismos que así se lo permiten, tales como activos denominados o indexados en moneda extranjera, así como la posibilidad de abrir cuentas en el exterior.

Adicionalmente, las condiciones financieras que tendría actualmente un depósito en dólares en Colombia no incentivan al público a su utilización:

- La tasa de interés de los depósitos en dólares es generalmente inferior a la de los depósitos en moneda local. Esta baja rentabilidad frente a los depósitos en pesos hace pensar que no existe incentivo financiero para que el público deseara trasladar sus depósitos a dólares.
- La existencia de expectativas de apreciación o baja depreciación del peso, al igual que la baja remuneración de los depósitos en dólares, resulta en la inexistencia de un incentivo financiero para que el público deseara trasladar sus depósitos a dólares.

Como se mencionó anteriormente, las condiciones financieras desfavorables antes mencionadas pueden revertirse rápidamente si el público tiene expectativas de desorden cambiario o monetario.

4.3. La dolarización financiera parece ir contravía de algunos objetivos y políticas del Banco de la República

Al desmontar la banda cambiaria en 1999, el Banco de la República privilegió la autonomía monetaria y la movilidad de capitales por encima de un compromiso de tasa de cambio.

De permitirse la dolarización financiera, debido al efecto balance y el miedo a flotar (*fear of floating*), el Banco de la República tendría presiones para mantener un nivel y volatilidad de la tasa de cambio que garantice la estabilidad y solvencia del sector financiero y real, así como la riqueza de los ahorradores y deudores.

Como consecuencia de la necesidad de intervenir más activamente en el mercado cambiario para evitar cambios bruscos en el nivel y volatilidad de la tasa de cambio, el Banco de la

República podría verse abocado a asumir el costo que implica dicha intervención, así como las dificultades que ésta trae para el cumplimiento de las metas de inflación.

4.4. La dolarización financiera restringe la capacidad del Banco de la República de adoptar políticas monetarias anticíclicas

Como se describió anteriormente, el efecto balance produce una distorsión de los mecanismos de transmisión monetaria. Por ejemplo, si el promedio de los agentes del sector real son deudores en dólares, una decisión del Banco de la República de adoptar una política monetaria expansionista podría verse enfrentada al efecto recesivo que resultaría de la depreciación del peso y del efecto balance.

Igualmente, si el Banco de la República estima conveniente adoptar una política monetaria contraccionista, y el promedio de los agentes del sector real son deudores en dólares, un aumento de la tasa de interés crea una apreciación de la tasa de cambio que aumenta la riqueza y el consumo.

4.5. La experiencia internacional demuestra que la dolarización de depósitos hace más vulnerable a la economía⁵⁶

Como se documentó anteriormente, la dolarización financiera de la economía incrementa el riesgo sistémico y hace más vulnerable la economía a choques externos.

Específicamente, las consecuencias de la dolarización financiera que hacen a la economía más vulnerable son:

- Generación de efecto balance en el sector financiero y real por exposición cambiaria, por lo que se genera en el banco central miedo a flotar (*fear of floating*) y una presión a mantener la estabilidad de la tasa de cambio, en contra de la autonomía monetaria.
- Mayor probabilidad de que un choque adverso generará una detención súbita (*sudden stop*) y una crisis gemela (*twin crises*).
- Por el efecto balance se produce una distorsión de los mecanismos de transmisión monetaria, con lo cual, por ejemplo, la expansión monetaria y la depreciación que puede resultar de ésta puede llegar a ser una fuente de contracción.

Adicionalmente, el efecto balance potencial que se puede generar por el traslado del riesgo cambiario al sector real es alto. En Colombia, dado que el coeficiente exportaciones como proporción del PIB⁵⁷ es cercano al 19%⁵⁸, el riesgo de dicho traslado es considerable.

⁵⁶ Calvo G., Izquierdo A. y Mejía L. (2004) y BID (2004).

⁵⁷ Indicador útil para estimar la capacidad de absorción del traslado del riesgo cambiario del sector financiero al real.

⁵⁸ Para el año 2006, según datos del DANE y el Banco de la República.

4.6. Permitir al público tener depósitos en moneda extranjera al tiempo que se imponen controles a la movilidad del capital parece contradictorio

El imponer controles a la entrada de capitales y el endeudamiento externo tiene el objetivo de hacer más lento y difícil el intercambio de dólares y pesos (dólares por pesos en un entorno de apreciación como el actual, y de pesos por dólares en un entorno de depreciación).

Además de no ser claro que existan incentivos para que el público realice depósitos en dólares en la actualidad, el permitir depósitos en moneda extranjera abre la posibilidad para que el público lleve a cabo una “corrida de pesos” a dólares en una situación de expectativas de depreciación, reforzando dicha expectativa al disminuir la demanda de pesos; es decir, los depósitos en dólares pueden convertirse en un factor desestabilizador y procíclico en la economía.

Adicionalmente, de permitirse el endeudamiento local en moneda extranjera, sería necesario que el efecto costo que tienen los controles a la entrada de capitales y el endeudamiento externo sean extendidos a los préstamos en dólares extranjera que otorgarían los bancos locales.

4.7. La dolarización requiere previamente grandes cambios y mejoras en:

4.7.1. La supervisión bancaria

La supervisión prudencial debe asegurar que las instituciones financieras sean concientes de los descalces en moneda extranjera al interior de su balance, la exposición cambiaria de su cartera, así como asegurar que los riesgos asociados sean evaluados correctamente.

Así mismo, la función del supervisor se vuelve crucial ya que debe asegurar que los bancos cuenten con respaldo suficiente para cubrir sus riesgos ante choques excepcionales.

Adicionalmente, la supervisión debería fortalecerse previamente para poder vigilar y controlar el lavado de activos.

4.7.2. La supervisión del sector real

La supervisión del sector real también debe lograr que los agentes interioricen los riesgos asociados al mantener depósitos y obligaciones en moneda extranjera, prestando especial atención a las vulnerabilidades que surgen de un ambiente dolarizado.

4.7.3. La función de prestamista de última instancia

Un banco central puede cumplir su función de prestamista de última instancia en dólares en la medida en que tenga suficientes reservas liquidas en esas monedas.

Para el caso del Banco de la República, de acuerdo con la normatividad vigente, las reservas internacionales no podrían destinarse para brindar liquidez en moneda extranjera al sistema financiero dolarizado ante una corrida bancaria o una caída en la liquidez.

Por lo anterior, con el fin de tener una fuente de liquidez en moneda extranjera, el banco central o el gobierno nacional deberían conformar un fondo de liquidez. Obtener los recursos y mantenerlos disponibles puede resultar en un costo fiscal, al tiempo que se otorga un subsidio para los intermediarios financieros, quienes tendrían incentivos a la toma de riesgos cambiarios excesivos.

Una alternativa sería imponer requisitos de encaje más altos a los depósitos en moneda extranjera. Esto podría encarecer el crédito y disminuir la remuneración de los depósitos en moneda extranjera.

4.7.4. La medición de riesgo y la capitalización de los intermediarios financieros

No basta sólo con la aplicación de los pilares del acuerdo de Capital de Basilea. Si bien, la responsabilidad de la administración de riesgos recae sobre las instituciones financieras directamente, un ambiente dolarizado requiere que el proceso de supervisión asegure que los bancos administran adecuadamente todos sus riesgos, incluyendo el riesgo crediticio involucrado en los préstamos en dólares y los riesgos de liquidez de origen sistémico.

Los requerimientos de capital mínimo y provisiones de cartera deben ser evaluados de tal forma que se cuente con un respaldo suficiente para proteger la solvencia de las instituciones financieras bajo un ambiente dolarizado. A su vez, los estándares mínimos de liquidez y las medidas para la provisión de liquidez deberán ser revaluados.

5. Conclusiones

Gracias a que la economía colombiana goza de una moneda y una autoridad monetaria creíble, así como por el hecho de ser una economía de tamaño mediano, cuyo grado de integración con el exterior no se ha manifestado en tipo alguno de dolarización, y dada la posibilidad que tienen los agentes actualmente de mantener activos y pasivos en moneda extranjera, los beneficios potenciales de la dolarización financiera se limitan a una mayor eficiencia y una reducción de costos de transacción con el exterior.

Por el contrario, los costos de la dolarización financiera, entre los cuales se cuentan una mayor vulnerabilidad de la economía y los efectos en la credibilidad y autonomía de la autoridad monetaria, serían cuantiosos, especialmente si se comparan con los unos beneficios potenciales, tal como se muestra a continuación:

Tabla No.6
Efectos de las consecuencias de la dolarización financiera para Colombia

| Consecuencia | Efecto | | |
|--|----------|----------|--------|
| | Positivo | Negativo | Inocuo |
| El dólar como alternativa de reserva de valor | ○ | | |
| Profundización del sistema financiero | | | ○ |
| Costos de transacción y cobertura natural | ● | | |
| Impacto en el nivel de riesgo sistémico | | ● | |
| La función de prestamista de última instancia | | ● | |
| La función de supervisión del sector financiero | | ● | |
| La política cambiaria y monetaria | | ● | |
| Reputación y credibilidad del banco central | | ● | |
| Impacto en el financiamiento local | | ○ | |
| Persistencia de la dolarización | | ○ | |
| ● Significa que para el caso colombiano existe cierto grado de certeza sobre el efecto ○ Significa que para el caso colombiano el efecto se hará presente bajo ciertas circunstancias | | | |

Por lo anterior, basado en la revisión de la literatura y experiencia internacional sobre los determinantes y consecuencias de la dolarización financiera, este documento encuentra que una decisión en tal sentido no responde a las características y necesidades de la economía colombiana.

6. Bibliografía

- Barajas A. y Morales A. (2003) “Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects” IMF Working Paper, No. WP/03/11, IMF, January.
- Berg A. y Borensztein E. (2000) “The Pros and Cons of Full Dollarization”, IMF Working Paper No. WP/00/50, IMF, March.
- Berkmen P. y Cavallo E. (2007) “Exchange rate policy and liability dollarization: an empirical study”, IMF Working Paper, WP/07/33, IMF, February.
- BID (2004) “Causas y consecuencias de la dolarización financiera”, en Desencadenar el crédito: como ampliar y estabilizar la banca, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.
- Bordo M., Meissner C. y Redish A. (2003) “How ‘Original Sin’ was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions 1800-2000”, Working Paper, No. 9841, NBER Working Papers Series, NBER, July.
- Calvo G. y Reinhart C. (2002) “Fear of Floating”, Quarterly Journal of Economics, Vol.117, No.2, pp.379-408.
- Calvo G., Izquierdo A. y Mejía L. (2004) “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevante of Balance-Sheet Effects”, Working Paper, No.10520, NBER, May.
- Castillo P. y Winkelried D. (2007) “Dollarization Persistente and Individual Heterogenity”, Serie de Documentos de Trabajo, DT. No.2007-004, Banco Central de Reserva del Perú, Marzo.
- Catao L. y Terrones M. (2000) “Determinants of Dollarization: The Banking Side”, IMF Working Paper, No. WP/00/146, IMF.
- Cayazzo J., García P., Gutierrez E. y Heysen S. (2006) “Toward an Effective Supervisión of Partially Dollarized Banking Systems”, IMF Working Paper No.WP/06/32, IMF, January.
- De Brun J. y Lisandro G. (2006) “Regreso del infierno. Manejo de la crisis en una economía dolarizada: El caso de Uruguay”, en Dolarización Financiera: La Agenda de Política, FMI y Banco Central de Reserva del Perú, Perú.
- De Nicoló G., Honohan P. y Ize A. (2003) “Dollarization of the Banking System: Good or Bad?”, Policy Research Working Paper, No.3116, the World Bank, August.
- Dornbusch R., Fischer S. y Startz R. (2004) Macroeconomía, 9 edición.

- Eichengreen B. (2001) "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?".
- FMI (2007) International Financial Statistics, Abril. (CD)
- Ganapolsky E. (2003) "Optimal Fear of Floating: The Role of Currency Mismatches and Fiscal Constraints", Working Paper Series, No.2003-31, Federal Reserve Bank of Atlanta, October.
- Gómez J. (2007) "La dolarización parcial y la efectividad de la política monetaria".
- Gosh A., Gulde A. y otros (1996) "Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth", Economic Issues, No.2, IMF, Washington.
- Gulde A., Hoelscher D. y otros (2003) "Dealing with Banking Crises in Dollarized Economies", en Managing Financial Crises: Recent Experience and Lessons for Latin America, Occasional Paper No.217, IMF, Washington.
- Hererra L. y Valdés R. (2004) "Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience", Documentos de Trabajo, No.261, Banco Central de Chile, Mayo.
- Heysen S. (2005) "Dollarization: Controlling Risk is Key", en Finance & Development, IMF, Washington, March.
- Honig A. (2004) "Fear of floating and domestic liability dollarization", September.
- Honohan P. y Shi A. (2001) "Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies", Policy Research Working Paper No.2748, Development Research Group, The World Bank, December.
- Honohan Patrik (2007) "Dollarization and Exchange Rate Fluctuation", IIS Discussion Paper, No.201, Institute for International Integration Studies, January.
- Ize A. (2006) "Implicancias de la dolarización parcial para el régimen de metas de inflación: Un análisis basado en la literatura sobre la dolarización", en Dolarización Financiera: La Agenda de Política, FMI y Banco Central de Reserva del Perú, Perú.
- Ize A. y Levy E. (1998) "Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications", IMF Working Paper, No. WP/98/28, IMF.
- Ize A. y Levy E. (2005) "Financial De-Dollarization: Is it for Real?", Documento de Trabajo 05/2005, Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Ize A. y Parrado E. (2002) "Dollarization, Monetary Policy and Pass-Through", IMF Working Paper No. WP/01/188, IMF, Washington.

- Ize A., Kizuel M. y Levy E. (2006) “El manejo de riesgo de liquidez sistémico en economía con dolarización financiera”, en Dolarización Financiera: La Agenda de Política, FMI y Banco Central de Reserva del Perú, Perú.
- Kaminsky G. y Reinhart C. (1998) “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, American Economic Review –forthcoming-, November.
- Leiderman L., Maino R. y Parrado E. (2006) “Metas de inflación en economías dolarizadas”, en Dolarización Financiera: La Agenda de Política, FMI y Banco Central de Reserva del Perú, Perú.
- Rennhack R. y Nozaki Masahiro (2006) “Financial Dollarization in Latin America”, IMF Working Paper, January.
- Rojas-Suarez L. y Weisbrod S. (1997) “Las crisis bancarias en América Latina: experiencias y temas”, Las crisis bancarias en América Latina, BID, Washington.
- Sachs J. y Larrain F. (1999) “Why Dollarization Is More Straitjacket Than Salvation”, en Foreign Policy, Fall.
- Sierra E. y Padilla O. (2000) “Alternativas de dolarización, convertibilidad y políticas monetarias en el marco actual del Ecuador”, en Dolarización: Informe urgente (Ed. Acosta Alberto y Juncosa José), ILDIS, Quito.
- Singh A., Belaisch A. y otros (2005) Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s, Occasional Paper No. 238, IMF, February.
- Turner P. (2006) “Descalces de monedas y dolarización de pasivos locales”, en Dolarización Financiera: La Agenda de Política, FMI y Banco Central de Reserva del Perú, Perú.

Anexo

La experiencia de Perú y Chile con la dolarización

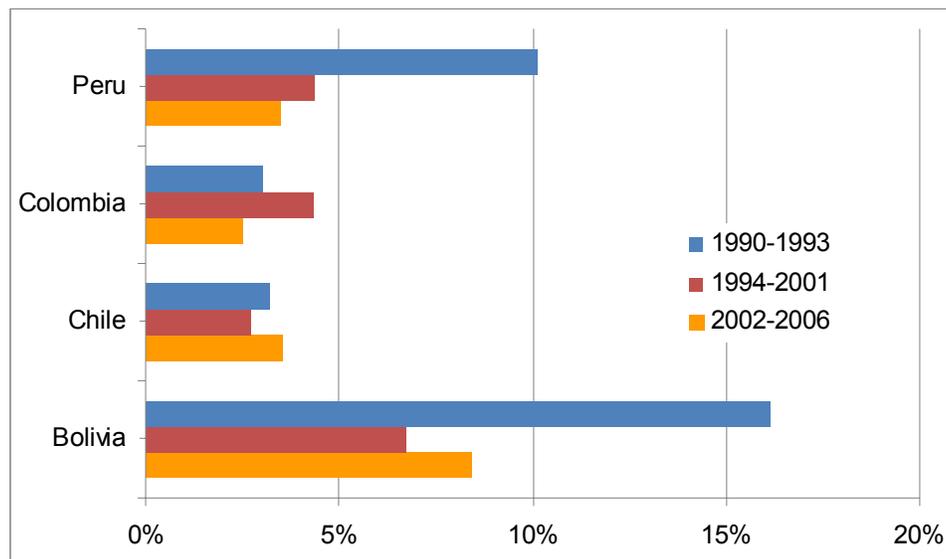
El caso de Perú⁵⁹:

- El recorrido de Perú con la dolarización:
 - En 1991, luego de la hiperinflación de 1990, la dolarización financiera ascendió al 60%, y se ha mantenido entre el 65% y el 70% durante los noventa.
 - Luego del 2000 la dolarización financiera se ha reducido de manera constante, pero lentamente.
- Parece que el reciente proceso de desdolarización en Perú obedece a:
 - En 1994 empezó a anunciar objetivos de inflación, pero enmarcados en un régimen de metas monetarias.
 - En 2002 anunció la adopción de un régimen de inflación objetivo, lo cual ha reducido la inflación y ha disminuido la volatilidad de la tasa de interés.
 - Entre 2001 y 2006 se ha producido una apreciación real y nominal del nuevo sol, lo cual ha desincentivado los depósitos en moneda extranjera.
- Adicionalmente, se han identificado algunas presiones “internacionales” hacia la desdolarización⁶⁰:
 - Depreciación del dólar y disminución en la dolarización deseada.
 - Depreciación del dólar y caída en el valor de los depósitos en dólares como porcentaje de los depósitos totales.
 - Efecto demostración: la dolarización financiera en Argentina terminó en congelamiento de depósitos y conversión forzada de los depósitos; la dolarización financiera no es garantía *per se* de reserva de valor.
- Actualmente, la conducción de la política monetaria en el Perú presenta algunos patrones de una economía no dolarizada. Se destaca la baja variabilidad de la tasa de interés en comparación con otros países con metas de inflación.
- No obstante, la variabilidad del tipo de cambio nominal ha sido relativamente baja, en parte por las intervenciones en el mercado cambiario.
- Si bien la utilización de un esquema completo de metas explícitas de inflación ha sido en general exitoso, todavía el Perú mantiene características de una economía dolarizada, tal como es el miedo a flotar (*fear of floating*).

⁵⁹ Basado en Castillo y Winkelried (2007) y Leiderman L., Maino R. y Parrado E. (2006).

⁶⁰ Honohan P. (2007).

Gráfico No. 8
Volatilidad de las Reservas Internacionales



El caso de Chile⁶¹

- Chile es un ejemplo de un país que tuvo éxito en desdolarizar su sistema financiero al comienzo de los sesentas y en evitar la dolarización en las siguientes décadas.
- El recorrido de Chile con la dolarización:
 - 1959-61: Desregulación de la economía, inflación moderada e incentivos regulatorios a realizar depósitos en dólares.
 - Octubre/1962: Crisis de balanza de pagos, abandono del tipo de cambio fijo, efecto balance y desdolarización forzada → experiencia negativa con la dolarización financiera.
 - 1960's: Indexación de la economía (préstamos, depósitos, bonos de deuda pública). Primero se indexó al IPC, luego a la Unidad de Fomento –UF- (1967). Para 1972 más del 90% de los ahorros financieros estaban indexados, así como el salario mínimo y las pensiones.
 - 1975-1981: Nueva desregulación, inflación moderada y disminución de la indexación de los ahorros financieros al 45%. Altas tasas de interés en moneda local y restricciones a la intermediación en moneda extranjera explican que la dolarización no haya aumentado de manera exagerada.
 - 1982-1984: En 1982 se devaluó fuertemente la tasa de cambio (40% en septiembre). Las autoridades económicas propiciaron el aumento en la

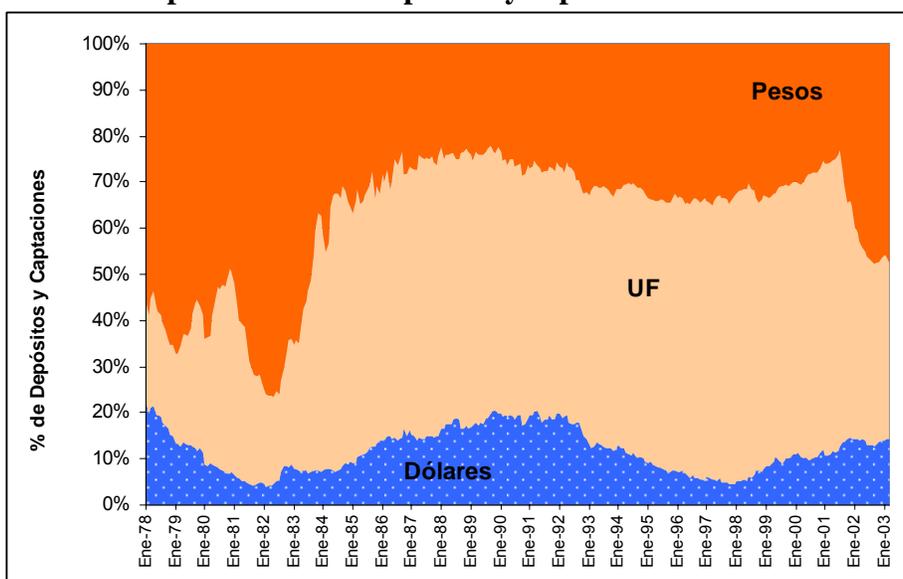
⁶¹ Con base en Herrera L. y Valdés R. (2004).

indexación a la UF⁶² por encima del 70% de los ahorros financieros, evitando la dolarización.

- 1985-2001: La indexación permanece en niveles cercanos al 70% de los ahorros financieros. La dolarización se mantuvo limitada e incluso decayó en algunos periodos por controles a los flujos de capital y los diferenciales de tasas de interés. Las autoridades buscan desindexar (nominalizar) la economía.
- 2001: El banco central, en un esfuerzo por nominalizar la economía, deja de conducir la política monetaria a través de las tasas de interés en UF. La indexación empieza a ceder, con cerca de 50% de los depósitos en pesos y 35% de los créditos en pesos.

Gráfico No. 9

Chile: Composición de los depósitos y captaciones a más de 30 días



- Razones por las cuales Chile no se dolarizó:
 - Chile es un caso de la utilización de la indexación para evitar la dolarización. En vez de sustituir la moneda local por la extranjera, se sustituyó por la UF, que goza de credibilidad y confianza del público.
 - Desde 1976 existe confianza del público en la política fiscal, lo cual ha ayudado que la gente confíe en la indexación.
 - Malas experiencias pasadas (1959-62) con la dolarización.

⁶² Las autoridades económicas propiciaron el uso de la UF como unidad de cuenta de las transacciones financieras, inclusive ejecutando la política monetaria a través de la tasa de interés en UF. A esto se une que ya se usara para denominar salarios, pensiones y otros precios (indexación real).