

Dolarización y Desdolarización ¿un dilema en Venezuela?

*Luis Zambrano Sequín**

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

Notas sobre la Economía Venezolana N° 16
Junio, 2022

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

Dolarización y Desdolarización ¿un dilema en Venezuela?(*)

Resumen

La economía venezolana ha experimentado cambios notables en las últimas dos décadas, transformándose en la economía más inflacionaria del mundo. Producto de un ya largo período hiperinflacionario, la moneda nacional ha perdido sus tradicionales funciones, siendo sustituida por otras monedas foráneas (dólar norteamericano, euro, peso colombiano, real brasileño) y metales preciosos (oro), dando lugar a lo que se conoce en la literatura como “dolarización”. En esta nota se abordan las principales implicaciones macroeconómicas y sobre la política económica de la “dolarización” y las condiciones y posibilidades de adelantar un proceso de “desdolarización”, en el contexto de una economía petrolera, como aún es el caso de Venezuela.

Abstract

The Venezuelan economy has undergone notable changes in the last two decades, becoming the most inflationary economy in the world. Product of a long hyperinflationary period, the national currency has lost its traditional functions, being replaced by other foreign currencies (US dollar, euro, Colombian peso, Brazilian real) and precious metals (gold), giving rise to what is known in literature as “dollarization”. This note addresses the main macroeconomic and economic policy implications of “dollarization” and the conditions and possibilities of advancing a “de-dollarization” process, in the context of an oil economy, as is still the case in Venezuela.

Código JEL: E42, E65, F31

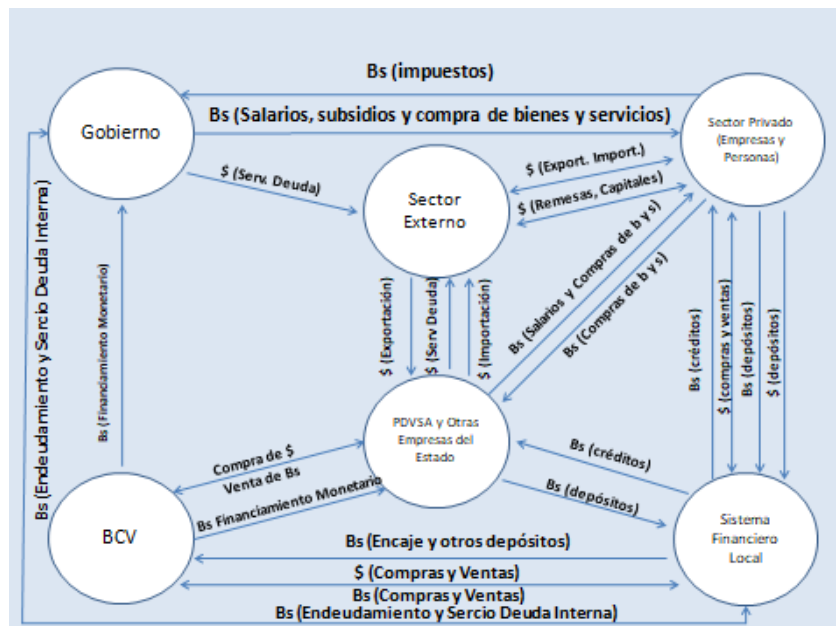
(*) El autor desea agradecer a Rui Alleyne por sus contribuciones en la recolección y presentación de los datos utilizados, así como a los investigadores del área económica del IIES-UCAB por sus comentarios a una versión preliminar de esta nota. La responsabilidad por el contenido del documento es exclusivamente del autor.

Dolarización y Desdolarización ¿un dilema en Venezuela?

La dolarización más que el resultado de una política económica es la consecuencia de una reacción racional de los agentes económicos frente a una economía inflacionaria con baja credibilidad en las instituciones fiscales y monetarias. La tolerancia gubernamental de tal dolarización simplemente es el reconocimiento oficial de un proceso que ya se ha consolidado en los mercados de bienes, servicios, de factores, e incluso financieros.

Aunque la dolarización no es solo un fenómeno bancario, en la literatura es convencional considerar una economía dolarizada como aquella donde la relación entre los depósitos bancarios denominados en divisas respecto al total de depósitos excede el 40%. Desde esa perspectiva, Venezuela se convirtió formalmente en una economía dolarizada a partir del mes de septiembre de 2018, aunque la dolarización financiera se inició desde hace décadas y la transaccional podría decirse que comenzó con fuerza a partir del cuarto trimestre de 2017, cuando la economía entró en un ciclo hiperinflacionario. Hoy Venezuela opera como una “economía bimonetaria” en vías de consolidación, donde el rol de la moneda nacional ha perdido, en buena medida, las funciones típicas del dinero (Gráfico 1).

Gráfico 1 Venezuela: Circulación Monetaria



En la práctica, la dolarización de facto tiende a ser más predominante que la dolarización oficial. Solo un pequeño número de países han adoptado oficialmente una moneda extranjera como dinero único de curso legal; sin embargo, son muchos los países donde circulan diferentes monedas como medio transaccional y financiero. La resistencia a sustituir plenamente la moneda nacional por monedas extranjeras está íntimamente asociada a las implicaciones que sobre la política económica y la gestión fiscal tiene la dolarización oficial. Sobre estas implicaciones trataremos brevemente en estas notas.

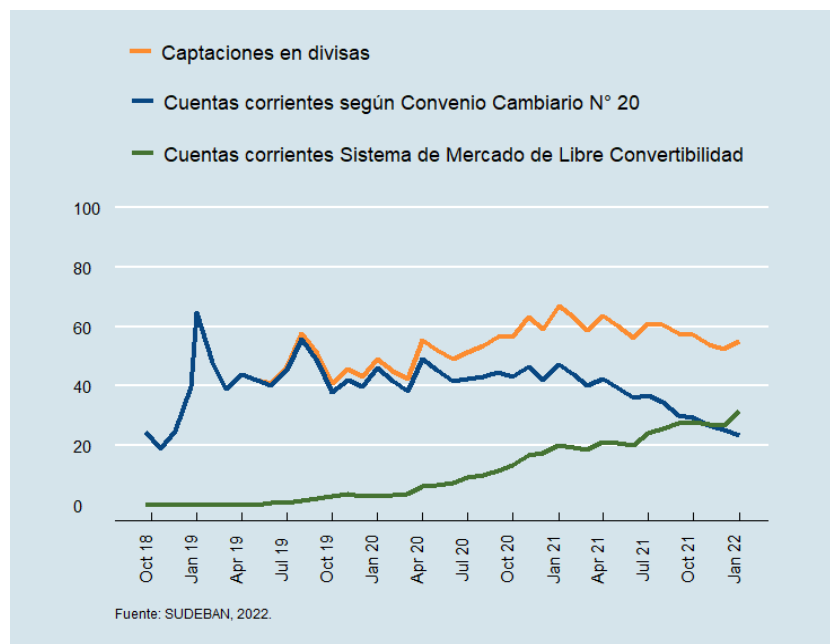
Sobre la dolarización

En general se suele hablar de tres tipos de dolarización parcial: la dolarización en la fijación de los precios de los bienes y servicios, que supone la sustitución de la moneda local como unidad de cuenta; la dolarización transaccional, también conocida como sustitución monetaria o dolarización del sector real, que consiste en el uso de otras divisas en lugar de la moneda nacional como medio de pago; y la dolarización financiera, también conocida como sustitución de activos, que consiste en el reemplazo de la moneda doméstica como reserva de valor. Con relación a esta última función, hay que distinguir la fase de sustitución del sistema financiero interno por el externo, de la etapa en la que el sistema financiero local opera, en forma predominante, con divisas en lugar de la moneda local.

En el caso de Venezuela, la dolarización financiera, usualmente la primera en producirse, comenzó muy tempranamente en la década de los ochentas del siglo pasado, cuando se produjo una importante fuga de capitales, que se sostuvo en el tiempo, con destino al sistema financiero externo. Las tasas elevadas de inflación y la sostenida devaluación del tipo de cambio, junto a la prohibición de mantener depósitos denominados en dólares en la banca local, provocaron un crecimiento significativo de los depósitos en la banca externa y una declinación de la intermediación financiera interna. La dolarización del sistema financiero interno es mucho más reciente; fue a partir del cuarto trimestre de 2018 cuando se empezó a tolerar y permitir los depósitos en divisas en la banca local (ver Gráfico 2)¹.

¹ En el Convenio Cambiario N°20 del 14/06/2012 se autorizó a los bancos a captar moneda extranjera, pero se establecía la obligación de transferir los fondos a cuentas en el BCV y la imposibilidad de realizar operaciones de intermediación financiera con esos recursos. Es con la modificación del Convenio Cambiario N° 20, en septiembre de 2018, que se permite efectivamente a los bancos captar y retener depósitos en divisas.

Gráfico 2 Dolarización del sistema financiero local



El proceso de dolarización en Venezuela, como ha sucedido en otros países y en diferentes momentos, es la consecuencia de la propensión racional que muestran los agentes económicos locales a preferir mantener su riqueza e ingresos en activos denominados en divisas, en un contexto donde el riesgo de una elevación en la tasa de inflación no esperada es elevado. Más específicamente, si estos agentes observan que la volatilidad de la tasa de inflación es mayor a la de la tasa de variación del tipo de cambio real, la respuesta óptima será incrementar la participación en sus portafolios de dinero, otros activos y valores denominados y cotizados en monedas fuertes extranjeras. Desde luego, en un contexto de elevada inflación, debilidad institucional y baja credibilidad en la política económica, el nivel y la tasa a la cual una economía se dolariza es mayor; Venezuela es un claro ejemplo de ello.

Adicionalmente, cuando la inflación es más volátil que el tipo de cambio real, las empresas tienen incentivos para fijar sus precios en divisas, que es también una forma de estabilizar la demanda efectiva que deben atender. Por otra parte, si los costos se fijan en divisas, estas empresas tienen estímulos adicionales para no fijar sus precios en moneda local.

Otro tanto sucede con los denominados “costos de menú”; si la volatilidad de los precios en divisas es menor a la de los precios expresados en moneda local, las empresas optimizan fijándolos en dólares.

A estos factores hay que agregar los estímulos a la dolarización que provienen de la gestión de la política económica, en especial desde la política cambiaria cuando el Banco Central limita la flexibilidad del tipo de cambio, reduciendo como consecuencia el riesgo que asumen los agentes internos de mantener activos y pasivos denominados en moneda extranjera.

Efectos macroeconómicos de la dolarización

Diversos trabajos empíricos sobre el tema reportan que la dolarización tiene efectos positivos al reducir a corto plazo la tasa de inflación, especialmente por el efecto sobre las expectativas; sin embargo, no son claras las implicaciones a mediano y largo plazo. Muchos de estos trabajos también reportan que a la dolarización está asociada una mayor sensibilidad de la inflación a los cambios en los agregados monetarios en la moneda local. Esto es una consecuencia de la mayor volatilidad de la demanda de dinero, ocasionada por la reducción de los costos de transformación de las tenencias de moneda local en divisas, con el objeto de evitar los impactos de la mayor inflación (Álvarez-Plata & García-Herrero, 2008).

Por otra parte, no hay ninguna evidencia que relacione la dolarización con la prosperidad económica, y menos aún que ésta sea un sustituto de otras reformas económicas estructurales. Hay que enfatizar que la dolarización no elimina los riesgos de sufrir crisis externas, ni incrementa la sostenibilidad fiscal, no soluciona los problemas fundamentales del sistema financiero (más bien los puede agravar), ni contribuye a resolver la crisis de la deuda externa. Tampoco tiene incidencia directa en la resolución de los problemas asociados a la inestabilidad política y social.

En el caso específico de los países exportadores de materias primas, incluyendo los petroleros, la dolarización, al eliminar la autonomía y el poder de la política monetaria y cambiaria, incrementa la volatilidad del producto, debido a la incapacidad de compensar los choques externos (variaciones bruscas en los términos de intercambio y en los flujos de capitales). Además, la economía queda expuesta a los mismos choques que afectan al país emisor de la moneda que sirve de anclaje. Esto último es muy relevante en el caso de que los ciclos económicos de la economía dolarizada y el país emisor de la moneda de anclaje no estén sincronizados, como es el caso de Venezuela respecto a Estados Unidos.

De hecho, en una economía abierta y dolarizada cuando se produce un choque adverso real éste debe ajustarse experimentando también una pérdida real, ya que se carece de amortiguadores que hagan posible que el choque real se contrarreste con un ajuste nominal. Frente a un choque externo desfavorable la economía debe, entonces, ajustarse mediante una deflación, las cuales suelen estar asociadas a una recesión y un incremento relevante del desempleo. Es por ello que se afirma que en una economía que se dolariza se está intercambiando una mayor estabilidad en la tasa de inflación por una mayor inestabilidad en la tasa de crecimiento del producto y una mayor propensión a las crisis internas (Quispe & Pereyra, 2001). En particular, la mayor sensibilidad de los precios internos a la expansión de los agregados monetarios aumenta la exposición, en las economías dolarizadas, a las crisis bancarias sin ganancias evidentes de una mayor profundidad financiera (Edwards & Magendzo, 2003).

Un comentario especial lo merecen las implicaciones que puede tener la dolarización sobre el comportamiento de la inflación. Una revisión de la literatura no permite establecer una clara relación directa entre inflación y dolarización; además, tampoco se verifica que existan significativas diferencias en el comportamiento de los niveles de precios entre países cuando estos se clasifican en función del grado de dolarización que tienen (Zamaróczy & Sa, 2003). En el caso de Venezuela, un examen de la relación estadística entre dolarización e inflación arroja evidencia de una relación de causalidad estadística entre el proceso de dolarización y el comportamiento de la tasa inflacionaria². Desde luego que la inflación es una consecuencia de múltiples factores, siendo posible que la dolarización contribuya de alguna manera a reducir la presión sobre los precios nominales, pero los mecanismos y los canales de transmisión que producirían este resultado no son evidentes, ni han sido explicados con claridad.

² Se ha estimado un test de causalidad de Granger entre la tasa de variación del grado de dolarización y la tasa de inflación en moneda local, para el período de octubre 2018 a abril 2022. Los resultados permiten concluir, con un valor p de 8,7%, que hay una precedencia, o causalidad, estadística desde el grado de dolarización a la tasa de inflación. Esto no significa que, necesariamente, la dolarización en Venezuela ha tenido un efecto desinflacionario.

Dolarización y política económica

Como ya mencionamos, la dolarización dificulta la respuesta a los choques externos, dada la imposibilidad de aplicar políticas monetarias y cambiarias autónomas y porque la política fiscal, en buena medida, se endogeniza, aún en un contexto donde el tipo de cambio es flexible.

Además, hay que tener en cuenta que en las economías bimonetarias los mecanismos de transmisión de la política económica se modifican sustancialmente como consecuencia, entre otros factores, de la facilidad con la que los depositantes pueden alterar la denominación monetaria de sus transacciones y portafolios de activos financieros.

Debido a estas circunstancias, en una economía altamente dolarizada, es mucho más complicado para un banco central estabilizar tanto los precios como el producto. Es por ello que la mayor responsabilidad del ajuste recae en la gestión de la política fiscal que, como dijimos, también ve reducida sus grados de libertad. Ante estas restricciones sobre la política económica, los choques externos tienden a ajustarse a través de los mercados de bienes y factores. La velocidad y eficiencia de estos ajustes van a depender sobremanera del grado de desarrollo del sistema financiero; de aquí la importancia que asume la capacidad y velocidad de reacción de este sector en las economías bimonetarias. Este último aspecto que trataremos más adelante.

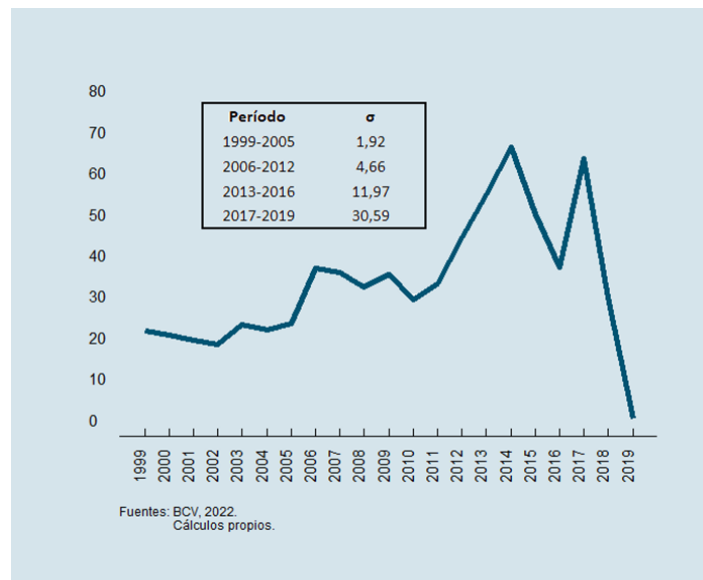
Política fiscal

Uno de los aspectos más notables de la dolarización es la pérdida de la capacidad de generación de señoreaje e impuesto inflacionario como fuentes relevantes del financiamiento del fisco, consecuencia de la abrupta reducción de la demanda de la moneda local. Este es un aspecto de primera importancia en el caso venezolano, dada la reducción en la captación de impuestos ordinarios debido a la prolongada crisis interna, la informalización de la actividad económica y la imposibilidad de acceder al financiamiento externo³. Es de notar que, en Venezuela, especialmente después del

³ Por señoreaje, incluyendo el impuesto inflacionario, estimamos que el Sector Público llegó a percibir, en promedio entre los años 2015-2020, la muy significativa cifra de 26,7% del PIB. Los ingresos por señoreaje alcanzaron el máximo durante 2017 y 2018, en el apogeo de la hiperinflación, y se redujeron en 2019 y 2020 como consecuencia de la caída en la demanda real de dinero local y la dolarización de la economía. En 2021, los ingresos públicos por señoreaje retornaron a los niveles prevalecientes a finales del último boom petrolero (2003-2013), estimándose que alcanzaron cerca de 9% del PIB, cifra que sin embargo sigue siendo considerada muy elevada. Para más detalles en torno al significado y metodología de cálculo del señoreaje se puede consultar: (Zambrano-Sequín, 2013).

segundo trimestre de 2015, el costo marginal de recaudar a través de los impuestos ordinarios terminó excediendo al costo marginal de incrementar los ingresos fiscales a través de la inflación; esto fue así hasta que la sustitución del bolívar por otras monedas e instrumentos de pago (dólar norteamericano, euro, pesos colombianos, reales brasileños, oro etc.) redujeron significativamente la demanda de la moneda local y, con ello, la base de tributación del impuesto inflacionario (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 Relación Base Monetaria respecto al PIB nominal (%)



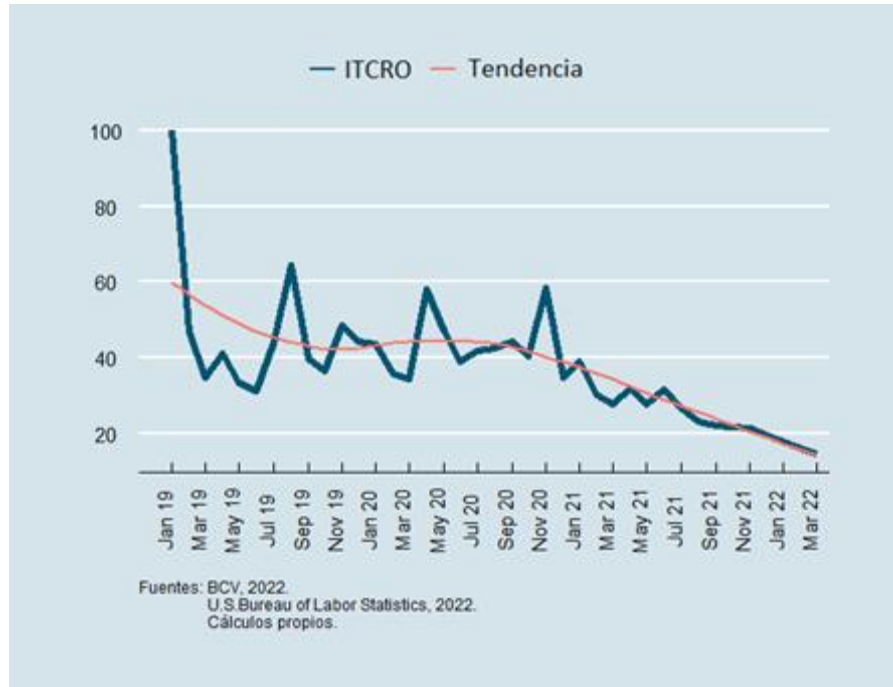
Política cambiaria

A medida que en la economía se incrementa el nivel de dolarización, el Banco Central pierde la capacidad de manipular los agregados monetarios y el tipo de cambio y, por tanto, de influir sobre la economía real. Además, el tipo de cambio, a medida que la economía se ha ido dolarizando, progresivamente va perdiendo su significación cuando los agentes económicos calculan y transan sus operaciones.

Otro aspecto a ser destacado, en las economías bimonetarias, es el notable incremento de la velocidad y persistencia con las que las modificaciones en el tipo de cambio se transmiten a los precios valorados en moneda nacional (*pass-through*). Como consecuencia del incremento en el *pass-through*, es típico que el Banco Central muestre un creciente temor a dejar flotar el tipo de cambio, especialmente cuando éste es seleccionado como la principal ancla nominal de los precios internos

(Rennhack & Nozaki, 2006; Fernández-Arias, 2005). Como consecuencia, lo más probable es que el tipo de cambio real termine apreciándose, tal y como se ha observado recientemente en Venezuela (ver Gráfico)⁴.

Gráfico 4 Evolución del índice de tipo de cambio real (Base: 01-2019)



Debe notarse que las implicaciones de una apreciación real del tipo de cambio en una economía dolarizada son diferentes respecto a las de una economía no dolarizada. En la medida que el tipo de cambio pierde relevancia en el cálculo económico, y el bolívar ya no es considerado una reserva de valor, los efectos reales de la apreciación cambiaria tienden a minimizarse. Por ejemplo, si los egresos y los ingresos de los exportadores se realizan en divisas, el tipo de cambio entre el bolívar y la moneda en que se transan las operaciones de estas empresas no tiene mayor significación. Otro tanto sucede con los importadores, si los insumos son pagados en divisas y los precios a los consumidores se fijan y liquidan en moneda extranjera. Esto no quiere decir que las fluctuaciones del tipo de cambio sean del todo intrascendentes, ya que al existir bienes y servicios no transables, cuyos precios se fijan en

⁴ Se ha examinado la causalidad estadística entre la variación del tipo de cambio y la tasa de inflación en Venezuela durante el período enero-2019 – abril-2022, verificando, mediante un test de Granger, que existe precedencia entre estas dos variables.

moneda nacional, hay modificaciones en la estructura de precios relativos que inducen eventualmente asignaciones de consumo y de producción que no son eficientes.

Además, en las economías bimonetarias las variaciones en el tipo de cambio nominal alteran las hojas de balance de los agentes económicos, lo que termina afectando de manera muy notable la gestión y los riesgos de las instituciones financieras (Zambrano-Sequín, 2021). También hay que resaltar los efectos de la apreciación cambiaria sobre la hoja de balance del sector público, especialmente en lo que respecta al servicio de la deuda, pero también sobre la estructura y nivel real del gasto fiscal primario, dadas las rigideces nominales que lo caracterizan.

Las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario, orientadas a estabilizar la tasa nominal bolívar/dólar, se traducen también en un seguro implícito contra el riesgo cambiario, elemento que repercute negativamente sobre la gestión en el sistema financiero y que estimula aún más, e innecesariamente, la dolarización de la economía. Por otra parte, a medida que la dolarización del sistema financiero se incrementa, mayores serán los incentivos para que el Banco Central mantenga reservas liquidas en divisas con el objeto de defender la tasa de cambio y poder respaldar a los bancos en caso de una crisis bancaria (Broda & Levy-Yeyati, 2002). Por ello, la mayor dolarización no implica necesariamente la reducción permanente del nivel de reservas internacionales, especialmente si predomina el “temor a flotar” y una política antiinflacionaria centrada en el tipo de cambio como ancla nominal de los precios.

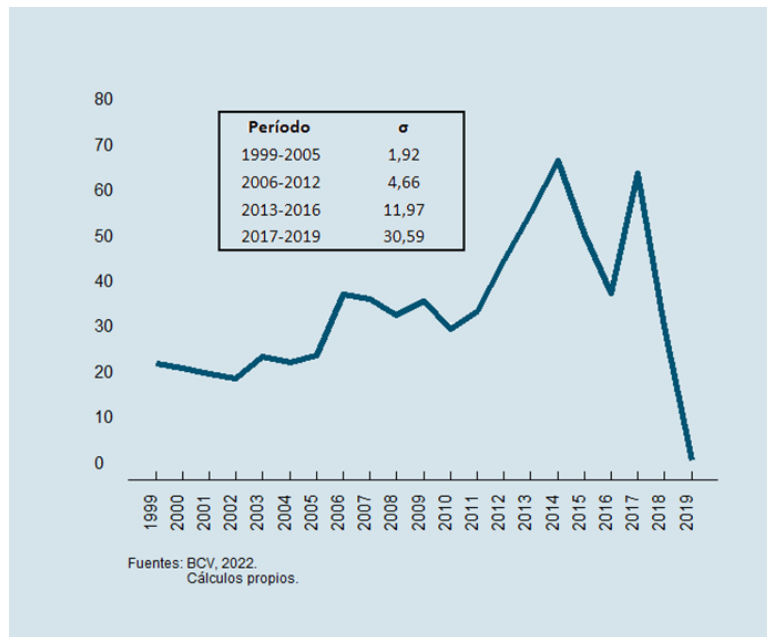
Política monetaria

De las consideraciones previas se desprende que la dolarización, y una política cambiaria como la que hoy predomina en Venezuela, endogeniza a la política monetaria reduciendo ostensiblemente su poder, especialmente en la persecución de objetivos antiinflacionarios y de estabilización frente a los choques externos.

La oferta monetaria en una economía dolarizada está determinada por la conducta que sigan los agentes económicos con relación a sus tenencias de divisas y de moneda local, por lo que el Banco Central pierde el control del comportamiento de una parte sustantiva de los agregados monetarios. A este aspecto, del lado de la oferta, hay que agregarle los cambios estructurales que con la dolarización se producen en la naturaleza de la demanda monetaria, a medida que crece la flexibilidad de los

precios en moneda nacional. De considerable importancia es el incremento de la volatilidad de la demanda de dinero, que caracteriza a las economías bimonetarias, consecuencia de la reducción en los costos de intercambiar las tenencias de liquidez en bolívares y en divisas con el objeto de cubrir los riesgos asociados a los efectos de la inflación interna. Este incremento en la varianza de la demanda de dinero, no solo complica aún más la gestión de la política monetaria por parte del Banco Central, sino que le imprime un signo procíclico respecto a los choques reales y financieros (ver Gráfico 5).

Gráfico 5 Relación Liquidez (M2) – PIB



Dolarización y sector financiero

La evidencia empírica, recogida en la literatura económica reciente, permite concluir que, si bien en las economías dolarizadas se reducen los efectos adversos de la elevada inflación sobre la intermediación financiera, también se incrementa la fragilidad del sistema bancario (Galindo & Leiderman, 2005; Levy-Yeyati & Rey, 2004). La mayor vulnerabilidad de los bancos está asociada al mayor riesgo de descalce de monedas a la que inevitablemente están expuestas estas instituciones en una economía bimonetaria (Zambrano-Sequín, 2021).

La fragilidad de los bancos es aún mayor si se considera el hecho de que, con la mayor dolarización de la economía, el Banco Central pierde su capacidad de servir como prestamista de última instancia. Esto es de suma importancia en el caso de Venezuela, dada la fragilidad de las

instituciones financieras y la falta de acceso a los mercados de capitales foráneos. La ausencia de un prestamista de última instancia obliga a los bancos a mantener elevados niveles de liquidez y, por ello, inmovilizar una parte significativa de sus disponibilidades en divisas con el objeto de reducir la exposición a los choques que pueden afectar la solvencia y liquidez, tanto de los clientes como del resto del sistema financiero, y especialmente frente a las reversiones súbitas en los movimientos de capitales.

La mayor fragilidad del sector financiero, asociada a la dolarización, acentúa el “temor a flotar” por parte de Banco Central. De esta manera, la dolarización financiera contribuye a erosionar la capacidad contracíclica no solo de la política cambiaria, sino también de la política monetaria y fiscal.

Resiliencia de la dolarización

Si hay un aspecto que se destaca en la literatura sobre el desenvolvimiento de las economías bimonetarias es la resiliencia, o persistencia, que estas muestran respecto a la posibilidad de revertir la dolarización (Castillo & Winkered, 2006; Fabris et al., 2004). Si bien la dolarización, en la mayoría de los casos, es una consecuencia de los procesos de elevada inflación, la desinflación no suele ser seguida por una desdolarización de la economía. Esto se ha observado, por ejemplo, en los casos de Bolivia, Perú, Rumanía, Ucrania y otros países que se han mantenido como economías altamente dolarizadas mucho después de haber logrado estabilizarse y reducir notablemente la tasa de inflación. Esta circunstancia ha dado lugar a lo que en la literatura sobre el tema se denomina “Paradoja de la Histéresis” (Duffy et al., 2006).

Entre los factores determinantes que explican esta paradoja se destacan los siguientes:

- A medida que una economía se dolariza se van generando importantes costos de ajuste y externalidades de red. Con la dolarización, se reducen los costos de usar las divisas como instrumento transaccional, al punto de que se anulan los incentivos para reutilizar la moneda nacional (Guidotti & Rodríguez, 1992; Sturzenegger, 1997; Uribe, 1997).
- Es bastante difícil para las autoridades locales recuperar la confianza del público en los activos monetarios y financieros emitidos localmente. Los traumas generados por las erróneas políticas aplicadas en el pasado, en buena medida responsables de las crisis cambiarias e inflacionarias, siguen teniendo, por mucho tiempo, un importante peso en la conformación de las expectativas

de los agentes económicos y sociales. De manera que, si estos agentes esperan que los resultados de las medidas económicas más recientes pueden ser revertidos a mediano o en el largo plazo, van a preferir continuar dolarizando sus operaciones aunque la política económica se modifique notablemente en un sentido favorable. La importancia de la sustitución de activos, como mecanismo de protección frente a los choques externos y de política económica, es mayor para explicar la resiliencia de la dolarización que los argumentos relacionados con la sustitución monetaria comentados en el párrafo anterior.

- Las instituciones financieras locales tienen importantes incentivos para dolarizar sus hojas de balance, como una respuesta óptima ante los riesgos inflacionarios y cambiarios. Esto implica minimizar la varianza de sus portafolios, que a su vez dependen de la varianza de la inflación y del tipo de cambio real. Si la varianza de la inflación es mayor que la del tipo de cambio, siempre será óptimo, para una institución financiera, dolarizar sus operaciones activas y pasivas, independientemente del nivel de la tasa de inflación (Ize & Levy Yeyati, 2003). Pero este argumento no es solo válido para los bancos, también lo es para las empresas, e incluso para las personas naturales.
- Otro factor que estimula la dolarización es la regulación bancaria, sobre todo cuando ésta no considera el riesgo cambiario para la determinación de las provisiones y los requerimientos de capital de las instituciones financieras. Si los bancos no internalizan los costos asociados al incremento de la fragilidad sistémica que implica la mayor dolarización, la economía terminará dolarizándose en exceso y con ineficiencia, como ya se ha explicado.
- Otro factor que se ha encontrado fomenta la histéresis de la dolarización es el de las remesas en divisas de los migrantes, ya que estas en buena medida se realizan en monedas foráneas que ingresan al torrente monetario local, prácticamente, sin ningún tipo de control.

Desdolarizar ¿por qué? ¿cómo?

Dados los niveles de inflación, la problemática fiscal, la situación de default, el nivel del endeudamiento externo y la poca credibilidad en la política y las instituciones económicas en Venezuela, difícilmente se puede pensar en reducir significativa y sostenidamente el grado de dolarización que se ha alcanzado; menos aún en el caso de que la desdolarización se imponga por

medio de medidas regulatorias que no forman parte de un programa más amplio de reformas estructurales, como ha sido el caso de la reciente modificación del Impuesto General a las Transacciones Financieras que penaliza la operaciones en divisas (Moreno, 2022). Es denotar que no se tiene registro de ningún país con elevada inflación que haya podido reducir de manera significativa y sostenida la dolarización con solo medidas regulatorias compulsivas.

Pero esto no quiere decir que la desdolarización no sea un proceso deseable que genere beneficios en términos de política económica y bienestar. De los muchos motivos que se aducen para promover la desdolarización de la economía, los más relevantes son los que tienen que ver con la recuperación de la capacidad de implementar políticas monetarias y cambiarias, como instrumentos fundamentales para ajustar los choques a los que una economía abierta está expuesta, y más si el país es dependiente de las exportaciones de bienes primarios (Roubini & Setser, 2003; Schuldt, 2017; Honohan, 2007; Fernández-Arias, 2005).

Además de la posibilidad de recuperar la habilidad de hacer política monetaria y cambiaria activa, hay que agregar la generación de ingresos fiscales asociados al señoreaje, que solo se pueden capturar si la moneda local es utilizada como instrumento transaccional y financiero. Por otro lado, está la necesidad de reducir la vulnerabilidad ya comentada del sistema financiero.

Por convención, se considera que una economía se desdolariza si la relación depósitos en divisas respecto a los depósitos totales de la banca local se reduce a una proporción menor al 20%, por un período de al menos 5 años. Con base en este criterio, solo 4 países que se habían previamente dolarizado habrían logrado desdolarizarse: Israel, México, Polonia y Pakistán (Reinhart et al., 2003). Considerando un período más reciente, habría que agregar a esta lista el caso del Paraguay, donde se logró reducir la relación mencionada de 66% a 38% (Cartas, 2010). En Bolivia y el Perú, aunque se ha logrado avanzar en la desdolarización⁵, todavía son países que se les sigue considerando dolarizados. Todos estos países han podido avanzar en la desdolarización como consecuencia de la implementación de exitosas políticas de estabilización y ajustes estructurales, permitiéndoles recuperar la credibilidad en sus instituciones fiscales y monetarias y mantener una disciplina fiscal que ha evitado el excesivo

⁵ En el caso de Bolivia se logró reducir el peso de los depósitos en moneda extranjera de 93% a 53% de los depósitos totales, mientras que en el caso de Perú la relación pasó de 76% a 56%.

financiamiento monetario. Como es conocido, este último factor es clave para garantizar la estabilidad de la moneda, para lo cual en todos ellos se han adoptado las denominadas “Reglas Fiscales”⁶. En todo caso, hay que resaltar que la desdolarización no debe ser considerada un objetivo deliberado de la política económica, sino más bien el resultado de un proceso desinflacionario y estabilizador (Galindo & Leiderman, 2005).

Otro aspecto que se desprende del análisis de los casos de desdolarización exitosa es la gestión de la política cambiaria. Un factor común de éxito ha sido la implementación de regímenes cambiarios flexibles, que evitan la apreciación del tipo de cambio real. Desde luego, una política de este tipo es difícil de aplicar hoy en una economía como la venezolana, que se caracteriza por una muy elevada tasa de inflación.

Acompañando la flexibilidad cambiaria y la estabilidad del tipo de cambio real, es necesario adoptar un conjunto de medidas regulatorias de carácter prudencial que obligue a las instituciones financieras a internalizar los costos y los riesgos cambiarios, elemento clave para desincentivar el uso de las divisas en la intermediación financiera (en la literatura se conoce como “dolarización financiera garantizada”). Adicionalmente, se requiere promover el financiamiento indexado y otras regulaciones que favorecen el uso de la moneda local como medio de pago y reserva de valor, siempre y cuando estas medidas formen parte de un programa general de reformas estructurales. En algunos países a este tipo de medidas se le han agregado regulaciones que apuntan a establecer reservas, provisiones y requerimientos de liquidez superiores para las operaciones con divisas, orientadas a internalizar los riesgos cambiarios en la gestión de las instituciones financieras y las empresas que operan con divisas en el sector real.

En los países que han sido exitosos en desdolarizar, este tipo de medidas orientadas por el mercado, prevalecen sobre las decisiones administrativas que tratan de imponer y forzar el uso de la moneda local (como por ejemplo: prohibir por ley el uso de la moneda extranjera como medio de pago, impedir los depósitos y préstamos bancarios en divisas, gravar con impuestos elevados el uso de

⁶ Las Reglas Fiscales se refieren a un conjunto de restricciones que se establecen sobre la política fiscal con el fin de garantizar la disciplina, la estabilidad y la sostenibilidad en la gestión presupuestaria y en las finanzas públicas. Sobre estos aspectos puede consultarse (Zambrano-Sequín et al., 2020).

las divisas en los mercados internos y/o forzar la conversión de los depósitos en moneda extranjera a la moneda local. Experiencias negativas que utilizaron este tipo de medidas hay muchas, incluyendo varios casos en Latinoamérica: Argentina en 2001, cuando se obligó a las empresas y a las personas naturales a transformar sus depósitos en dólares a pesos (corralito financiero); Bolivia y Perú, en los ochentas del siglo pasado, cuando se introdujeron severas limitaciones al uso de los depósitos en divisas con el propósito de obligar a usar la moneda local. En todos estos casos, estas medidas se tradujeron en un incremento de la fuga de capitales y la generación de crisis bancarias y cambiarias, que terminaron dolarizando aún más estas economías.

En síntesis

Como se puede intuir de los comentarios anteriores, la desdolarización no puede ser impuesta ni decretada, es una consecuencia que solo se puede alcanzar a largo plazo y como resultado de reformas económicas e institucionales, acompañadas por una eficiente gestión de la política económica. Venezuela hoy no parece estar en una situación que nos permita predecir un avance en esta dirección, ya que hay precondiciones en el orden político e institucional que deben antes cumplirse. En la medida que la dolarización se prolongue, lo cual parece es inevitable en las actuales circunstancias, será más difícil desdolarizar. Podemos, incluso, llegar al punto de que sea inevitable transformar la dolarización de “facto” en dolarización “oficial”.

Referencias bibliográficas

- Álvarez-Plata, P., & García-Herrero, A. (2008). To Dollarize or De-Dollarize: Consequences for Monetary Policy. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1428828>
- Broda, C., & Levy-Yeyati, E. (2002). Dollarization and the lender of last resort. En *Dollarization*. The MIT Press.
- Cartas, J. (2010). Disminuye la dolarización en América Latina. *Finanzas y Desarrollo*, 57.
- Castillo, P., & Winkered, D. (2006). *¿Por qué la dolarización es tan persistente?* (Estudios). Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Duffy, V., Nikitin, M., & Smith, T. (2006). Dollarization Traps. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(8), 2073-2097.

- Edwards, S., & Magendzo, I. (2003). Dollarization and economic performance: What do we really know? *International Journal of Finance and Economics*, 8(4), 351-363.
- Fabris, N., Vukajlovic, D., Radunovic, T., & Jankovic, J. (2004). *Economic Policy in Dollarized Economies with a special review of Montenegro*. The Central Bank of Montenegro.
- Fernández-Arias, E. (2005). *Financial Dollarization and Dedollarization* (N.º RE1-05-004; Economic and Social Study Series). Inter-American Development Bank.
- Galindo, A., & Leiderman, L. (2005). *Living with dollarization and the route to dedollarization* (Working Paper N° 526). Inter-American Development Bank, Research Department.
- Guidotti, P., & Rodríguez, C. (1992). *Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?* (Vol. 39; IMF Staff Papers, pp. 518-544). International Monetary Fund.
- Honohan, P. (2007). *Dollarization and Exchange Rate Fluctuations* (Working Paper N.º 4172; World Bank Policy Research). The World Bank.
- Ize, A., & Levy Yeyati, E. (2003). Financial Dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
- Levy-Yeyati, E., & Rey, H. (2004). Financial Dollarization: Evaluating The Consequences. *Economic Policy*, 21(45), 61-118.
- Moreno, M. A. (2022). *La reforma del Impuesto a las Grandes Transacciones Financieras ¿Inicio de la desdolarización en Venezuela?* (N.º 15; Notas sobre la Economía Venezolana).
- Quispe, Z., & Pereyra, C. (2001). ¿Es conveniente una dolarización total en una economía con dolarización parcial? *Monetaria*, XXIV(1), 63-96.
- Reinhart, C., Rogof, K., & Savastano, M. (2003). *Addicted to Dollars* (N.º 10015; NBER Working Paper). National Bureau of Economic Research.
- Rennhack, R., & Nozaki, M. (2006). *Financial Dollarization in Latin America* (WP/06/7; IMF Working Paper). International Monetary Fund.
- Roubini, N., & Setser, B. (2003). *Should Iraq dollarize, adopt a currency board or let its currency float? A policy analysis* [Working Paper]. New York University, Stern School of Business.
- Schuldt, J. (2017). *De la Dolarización Oficial a la Moneda Propia. Una Propuesta para Ecuador* (N.º 96; Documentos de Trabajo). Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas.

- Sturzenegger, F. (1997). Understanding the Welfare Implications of Currency Substitution. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(2/3), 391-416.
- Uribe, M. (1997). Hysteresis in a Simple Model of Currency Substitution. *Journal of Monetary Economics*, 40(1), 185-202.
- Zamaróczy, M., & Sa, S. (2003). *Economic Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia* (N° 219; Occasional Paper). International Monetary Fund.
- Zambrano-Sequín, L. (2013). *Gestión fiscal, señoreaje e impuesto inflacionario en Venezuela*. Academia Nacional de Ciencias Económicas, Coloquio Alberto Adriani, Caracas.
- Zambrano-Sequín, L. (2021). *Riesgo cambiario en el sistema financiero en una economía bimonetaria* (N° 9; Notas sobre la Economía Venezolana). Universidad Católica Andrés Bello, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales.
- Zambrano-Sequín, L., Moreno, M. A., & Sosa, S. (2020). Disciplina, Estabilidad y Sostenibilidad de las Finanzas Públicas en Venezuela. *Políticas Públicas*, 13(2.2020), 1-29.