



# ¿Es sostenible la dolarización?

CLEC 2018 | Quito, Ecuador

Miguel Ricaurte |

Economista Jefe, Área Andina

Análisis Económico | Itaú, Chile  
@MiguelRicaurteB

**Itaú CorpBanca**

SEPTIEMBRE DE 2018

# Primeros años, crisis financiera y bonanza de materias primas | 2000-2014

- La **dolarización** nació en un acto de fe:

millones de dólares

	BANCO CENTRAL				SISTEMA FINANCIERO			RILD/ EM	RILD/ BM	RILD/ (DV+EM)
	Reserva internacional de libre disponibilidad	Base monetaria y otras obligaciones			Depósitos a la vista (5)	Cuasidinero (6)	Crédito al sector privado (7)			
		Total (2)	Base Monetaria BM							
			Total (3)	Emisión monetaria						
a	b			i	j	k			$l=a/(i+d)$	
dic-99	872.1	1,254.4			601.9	1,938.5	3,908.1			0.7
ene-00	852.0	924.9			672.0	2,226.6	4,588.0			0.8
feb-00	909.2	940.5			747.6	2,236.5	4,548.8			0.8
mar-00	778.4	787.2			857.8	2,243.9	4,431.2			0.6

**NOTA:** Para expresar en dólares la información proporcionada por el sistema financiero se ha procedido a dividir para 25.000 sucres los valores de la columna total del los balances. A partir del 30 de abril las entidades financieras procederán a dolarizar los estados financieros, de acuerdo a lo dispuesto en la circular No SB-INBGF-DN-2000-044 del 17 de abril de 2000.

(1) Se define como la emisión monetaria y los depósitos del sistema financiero público y privado. (2) Incluye Otras obligaciones, que corresponde al saldo de los depósitos del sector público y de particulares en el BCE; y, los bonos de estabilización monetaria. (3) Incluye Reservas bancarias. (4) Corresponde a la emisión monetaria en sucres expresada en dólares. (5) Corresponde a depósitos a la vista del público en bancos privados y BNF; y, depósitos en el BCE de los gobiernos locales, empresas públicas y particulares. (6) Corresponde depósitos de ahorro, depósitos a plazo fijo, depósitos restringidos, operaciones de repo y otros depósitos. (7) Corresponde a cartera por vencer y vencida, títulos valores y otros activos.

- Y esto la convirtió en **la institución económica más importante del Ecuador**

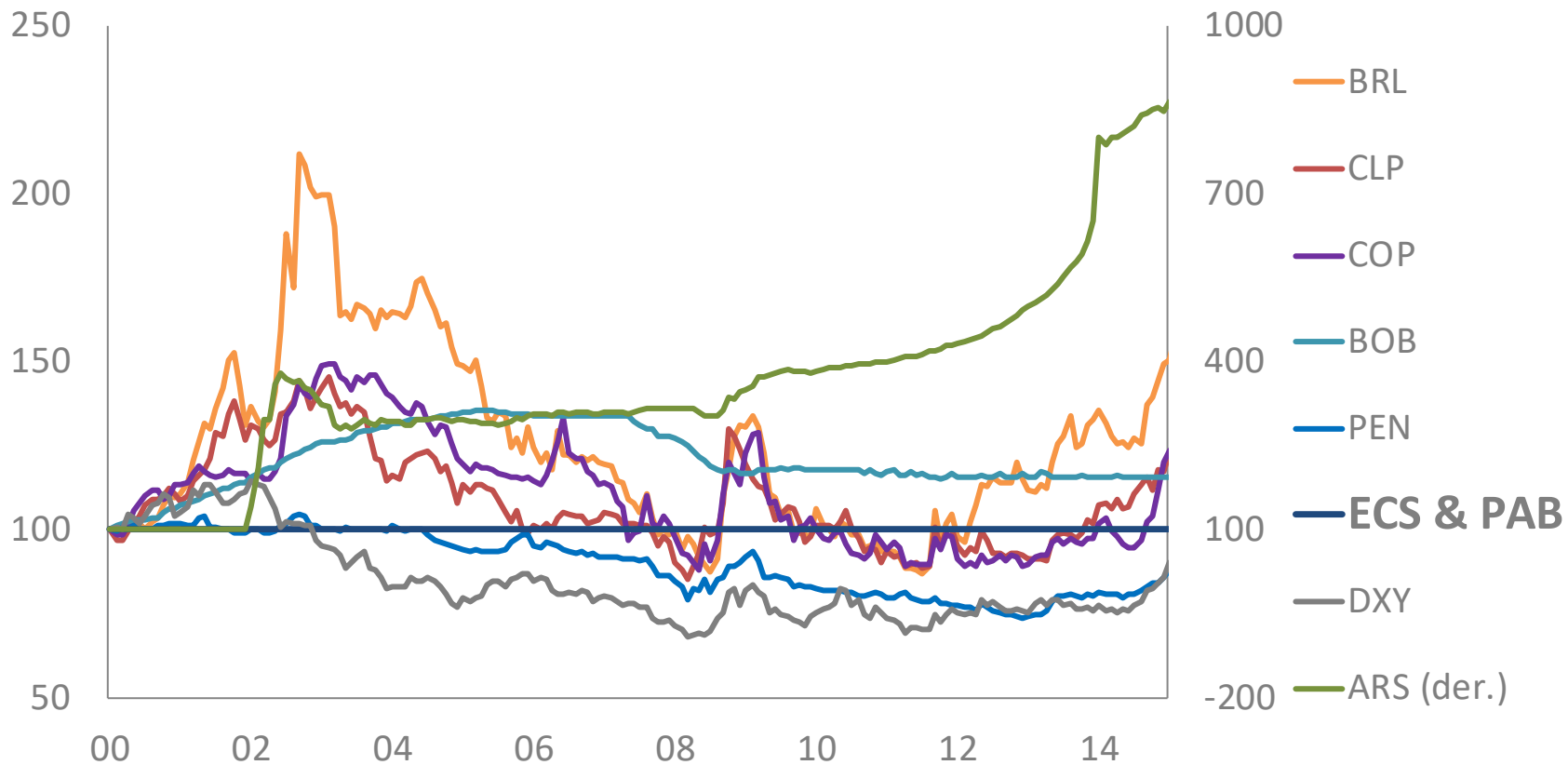
Fuente | Banco Central del Ecuador.

Análisis Económico | Itaú CorpBanca



## Tipo de cambio nominal e inflación

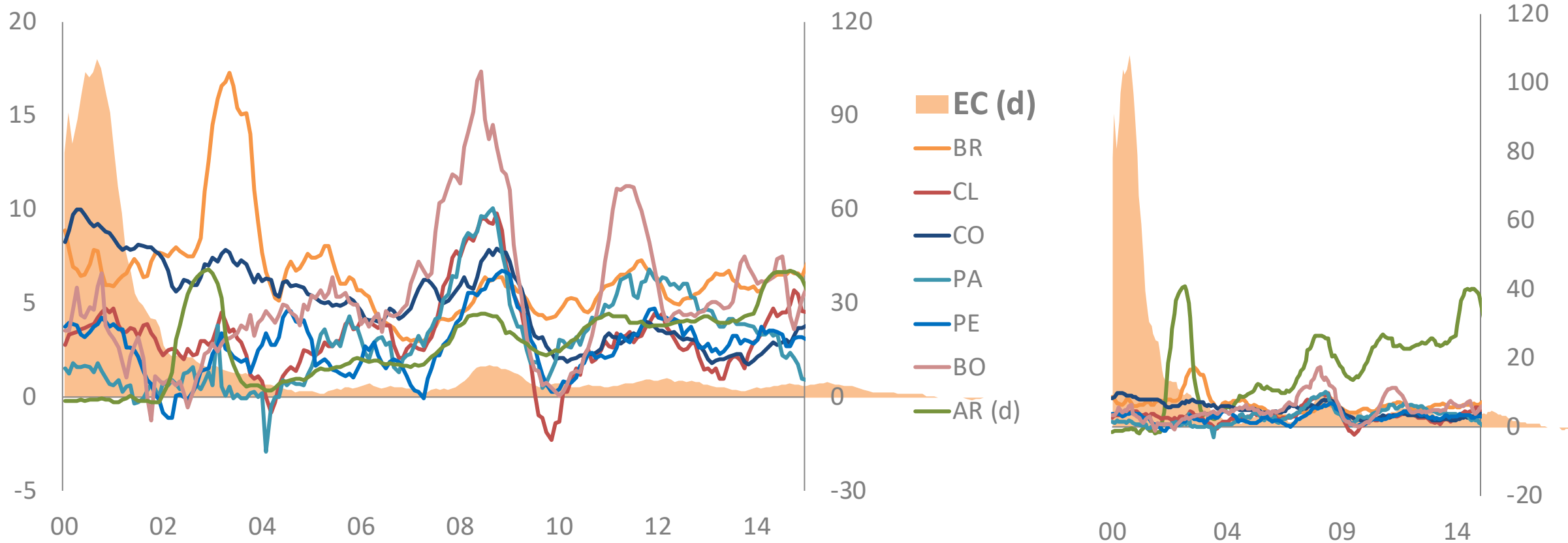
Tipo de Cambio Nominal  
(por USD, 1/1/2000 = 100)



- **La dolarización blindó al país de las volatilidad en los financieros en términos nominales**
- **Principal ventaja: ayudó a reducir significativamente la inflación, que en ese momento se había anclado a la evolución del dólar**

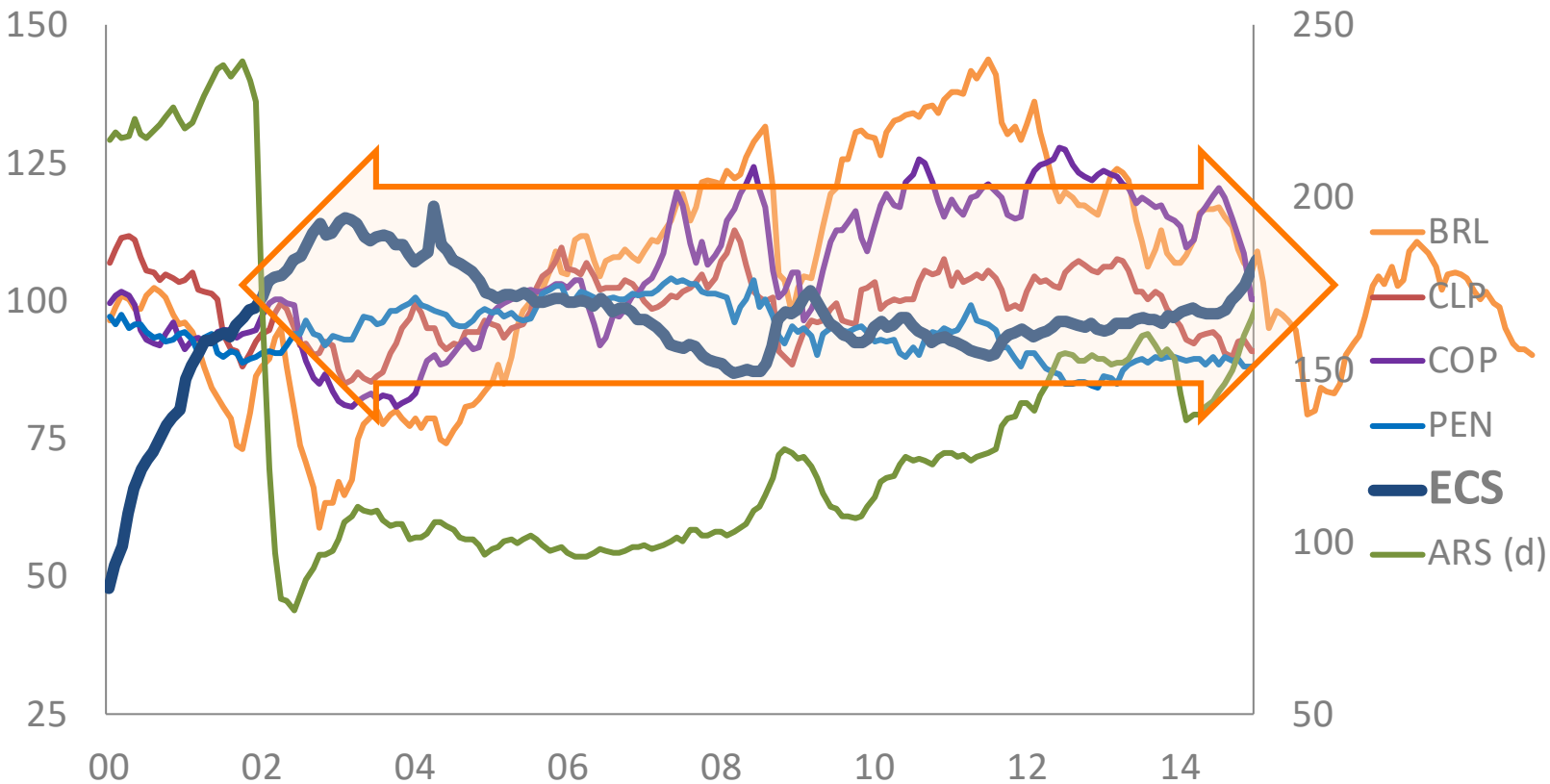
# Tipo de cambio nominal e inflación

**Inflación**  
(Variación anual)



# Competitividad real

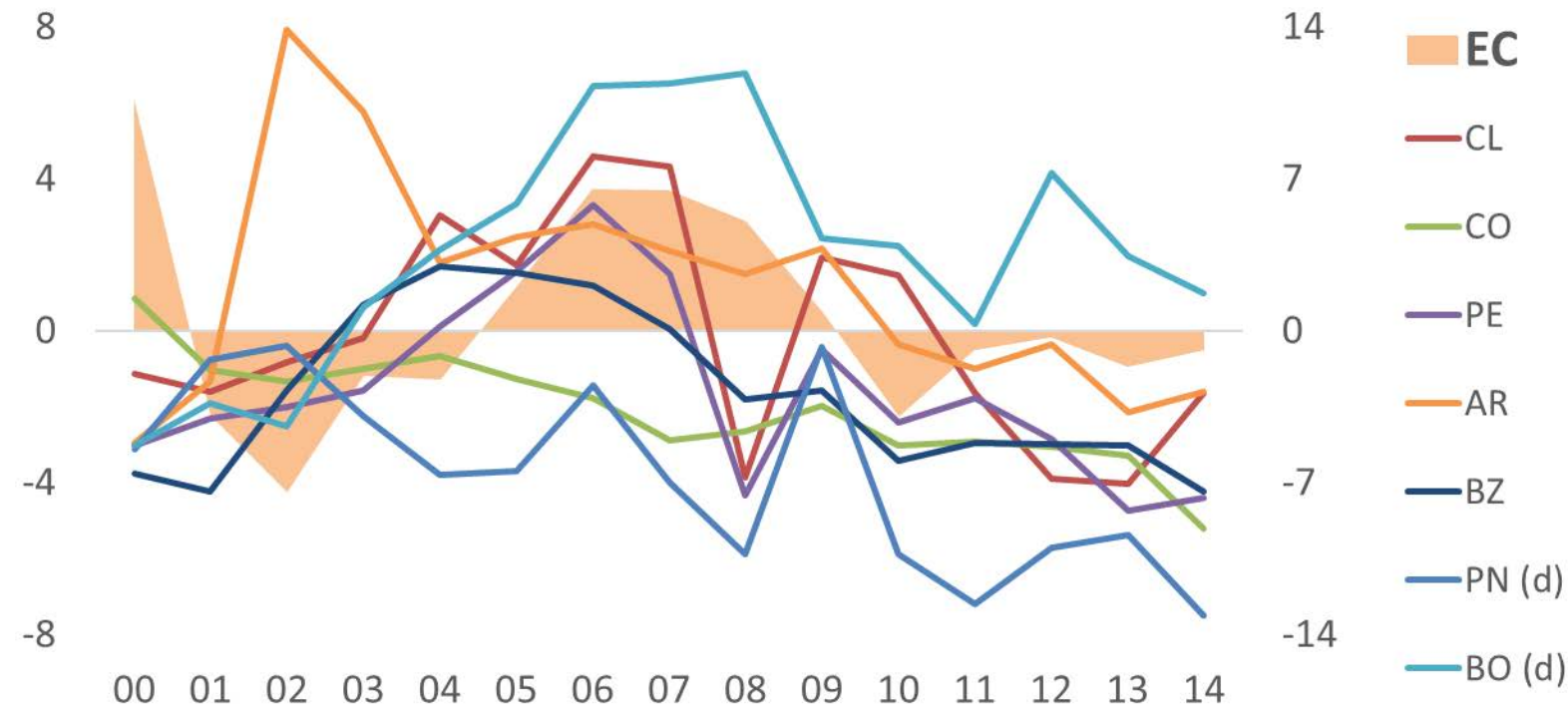
Tipo de Cambio Real  
(2004-2007 = 100)



- **Tras el ajuste inicial, llevó a una relativa estabilidad en términos reales**
- Ayudó la “debilidad” del dólar de EE.UU., salvo durante la crisis financiera internacional, mientras la región se apreció en medio del boom de materias primas

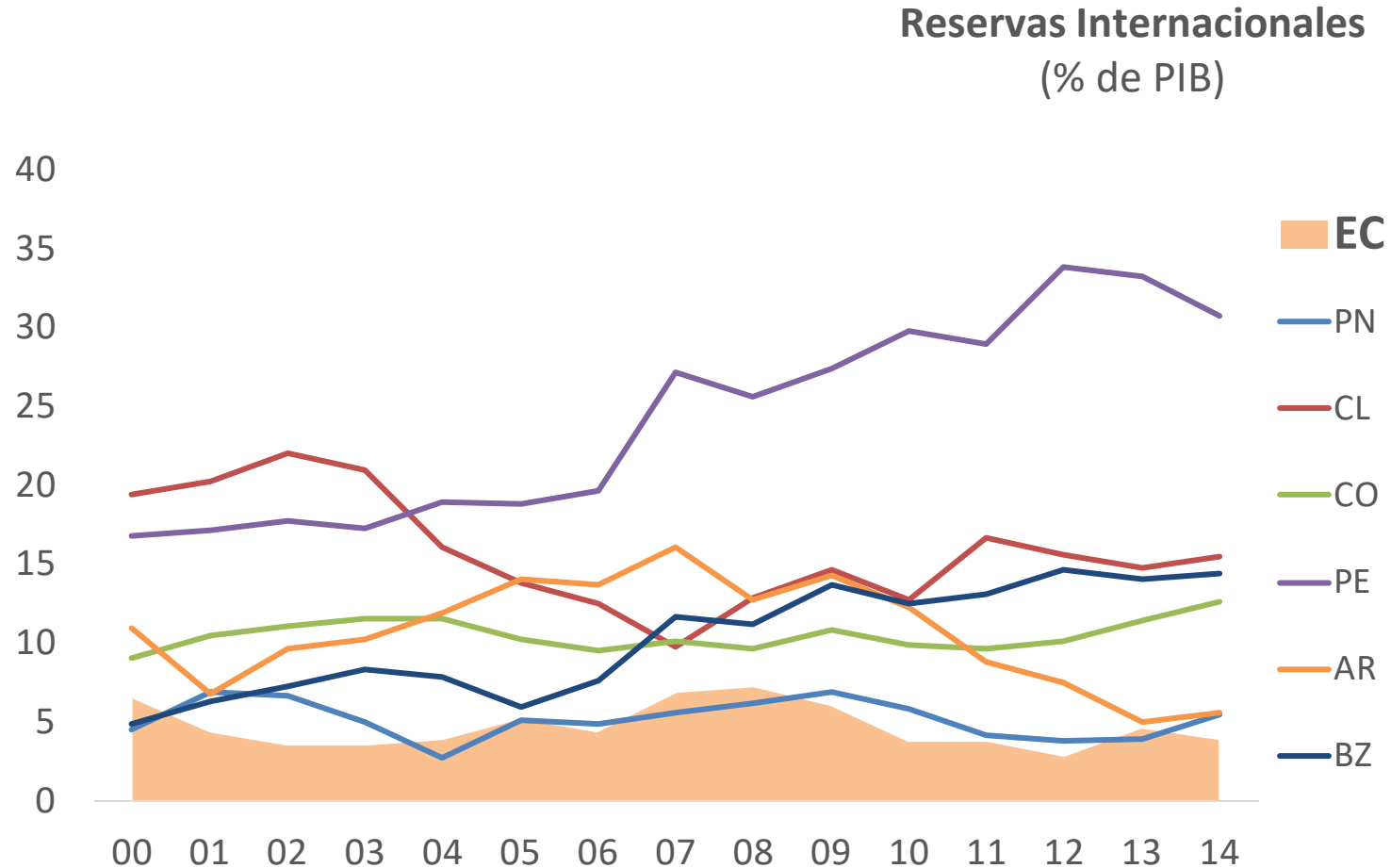
## Bonanza de materias primas y cuentas externas

Balanza de pagos: Cuenta corriente  
(% de PIB)



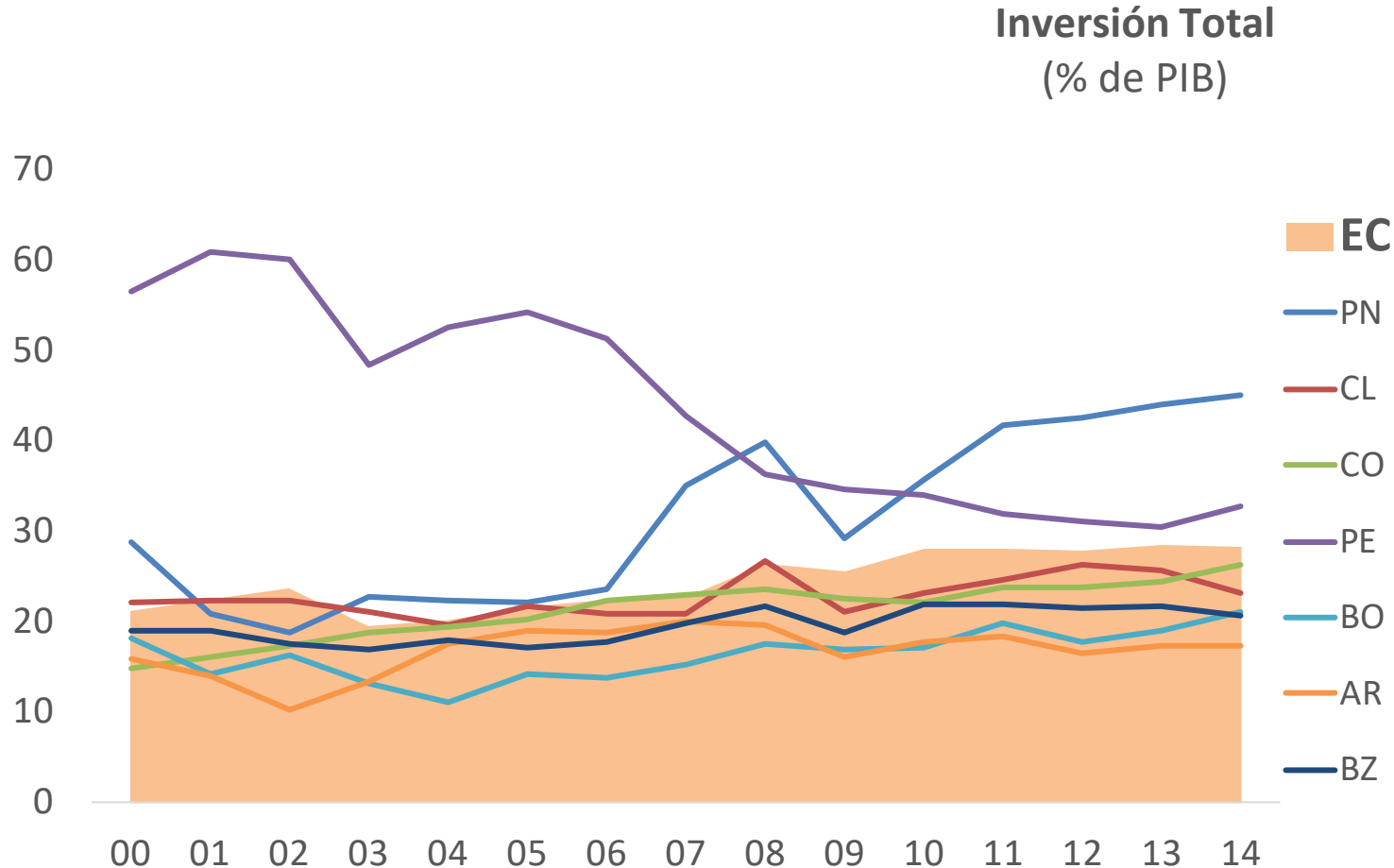
- El alto precio del petróleo ayudó a la cuenta corriente de la balanza de pagos, diferenciando a Ecuador del resto de la región
- La entrada de dólares fue clave para sostener la dolarización

# Bonanza de materias primas y cuentas externas



- Sin embargo, no se robusteció las reservas internacionales (colchón de “ahorro”)
- Nivel de reservas a PIB subió sólo modestamente previo a la crisis financiera internacional, para luego estacionarse en niveles bajos

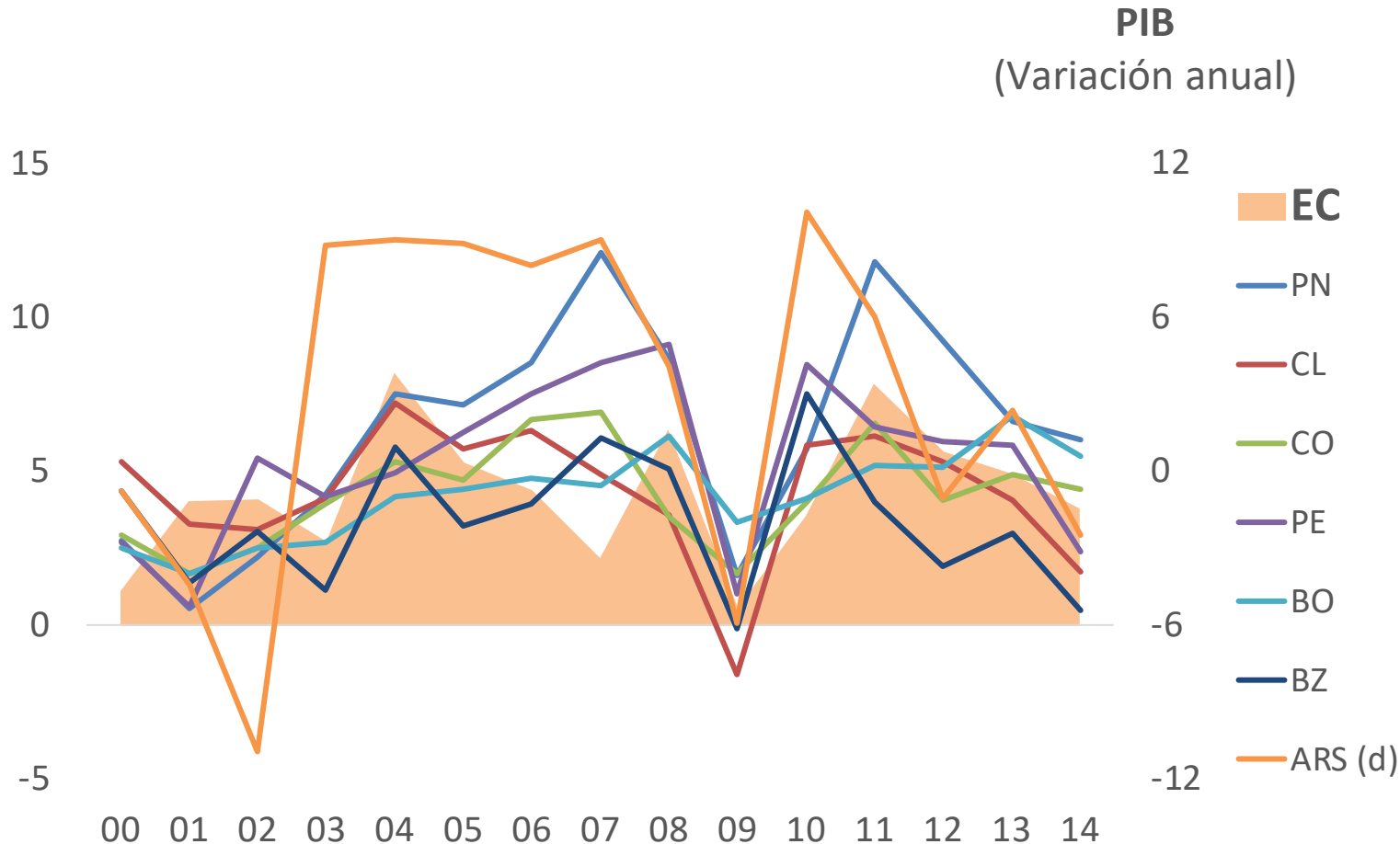
## Bonanza de materias primas y crecimiento



- En lugar de ahorrar, el estado monetizó la economía (equivalente a emitir dinero) con recursos de bonanza de materias primas
- Ratio inversión/PIB a niveles históricamente altos ...

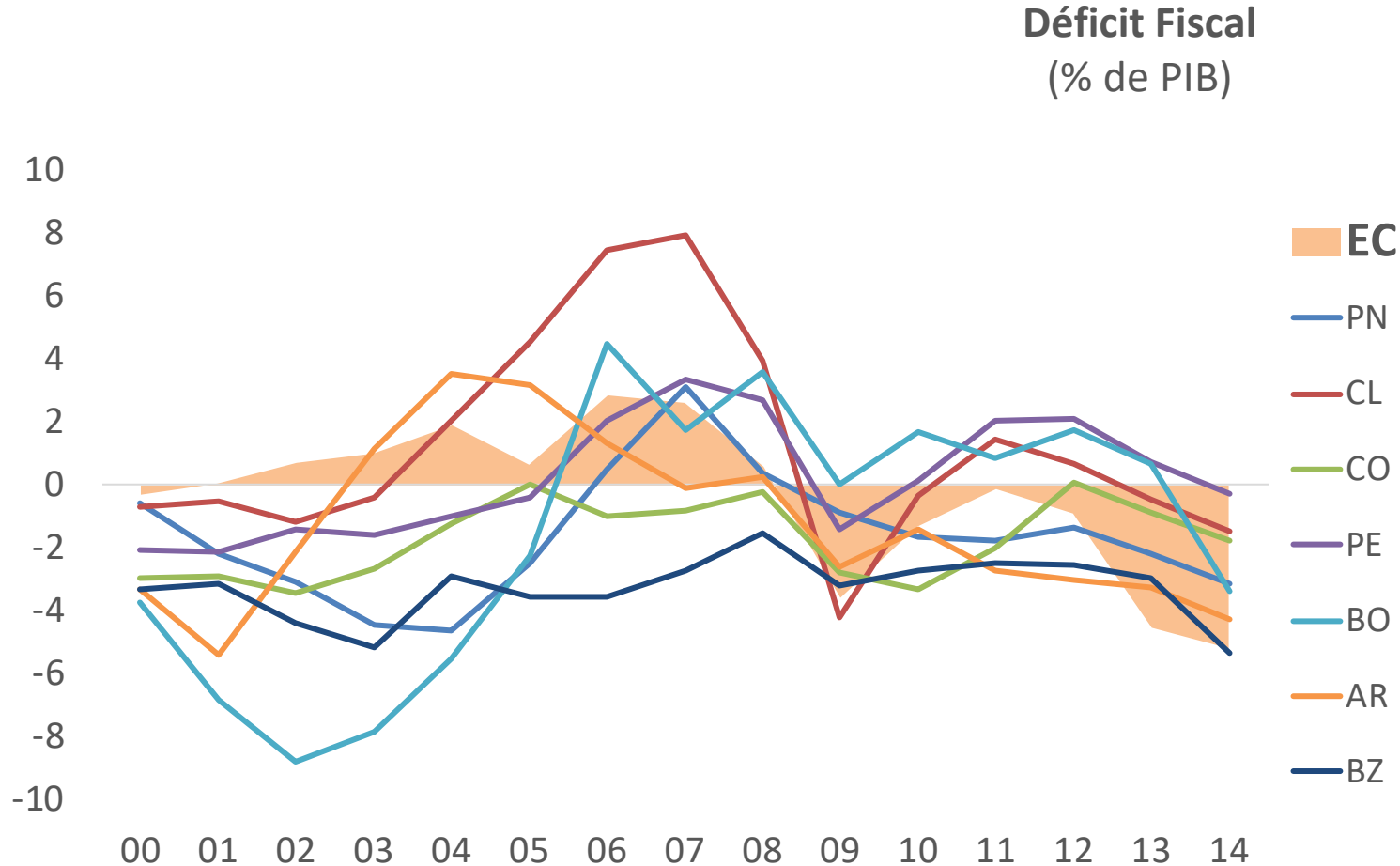


# Bonanza de materias primas y crecimiento



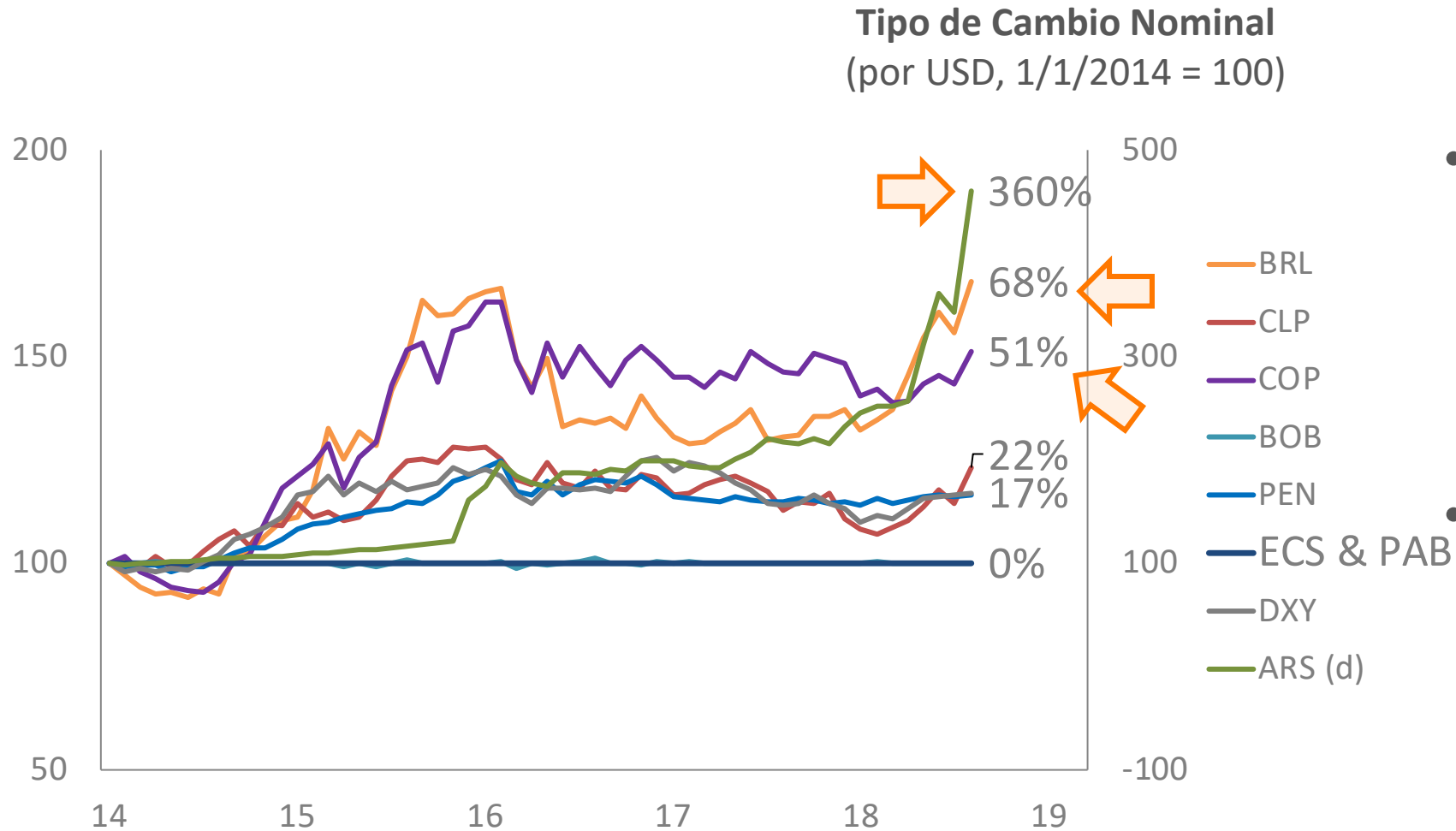
- ... **Bonanza de materias primas** (choque positivo de términos de intercambio) **dio a la economía holgura para crecer en dolarización**
- **Periodo de crecimiento sostenido** con breve lapso durante la crisis financiera internacional

# Bonanza de materias primas y cuentas fiscales



- ... Pero **gasto público paulatinamente superó a los ingresos petroleros**
- **Déficit fiscal comparable con el de otros pares de la región**
- **Ciclo político habría influido en manejo fiscal, justo al final de súper ciclo de materias primas**

# El fin del súper ciclo de las materias primas | 2014-2018



- **Fin del ciclo de precios altos de materias primas gatilla caída en las monedas emergentes**
- Economías frágiles y robustas se depreciaban, mientras **Ecuador no sufrió devaluación nominal**

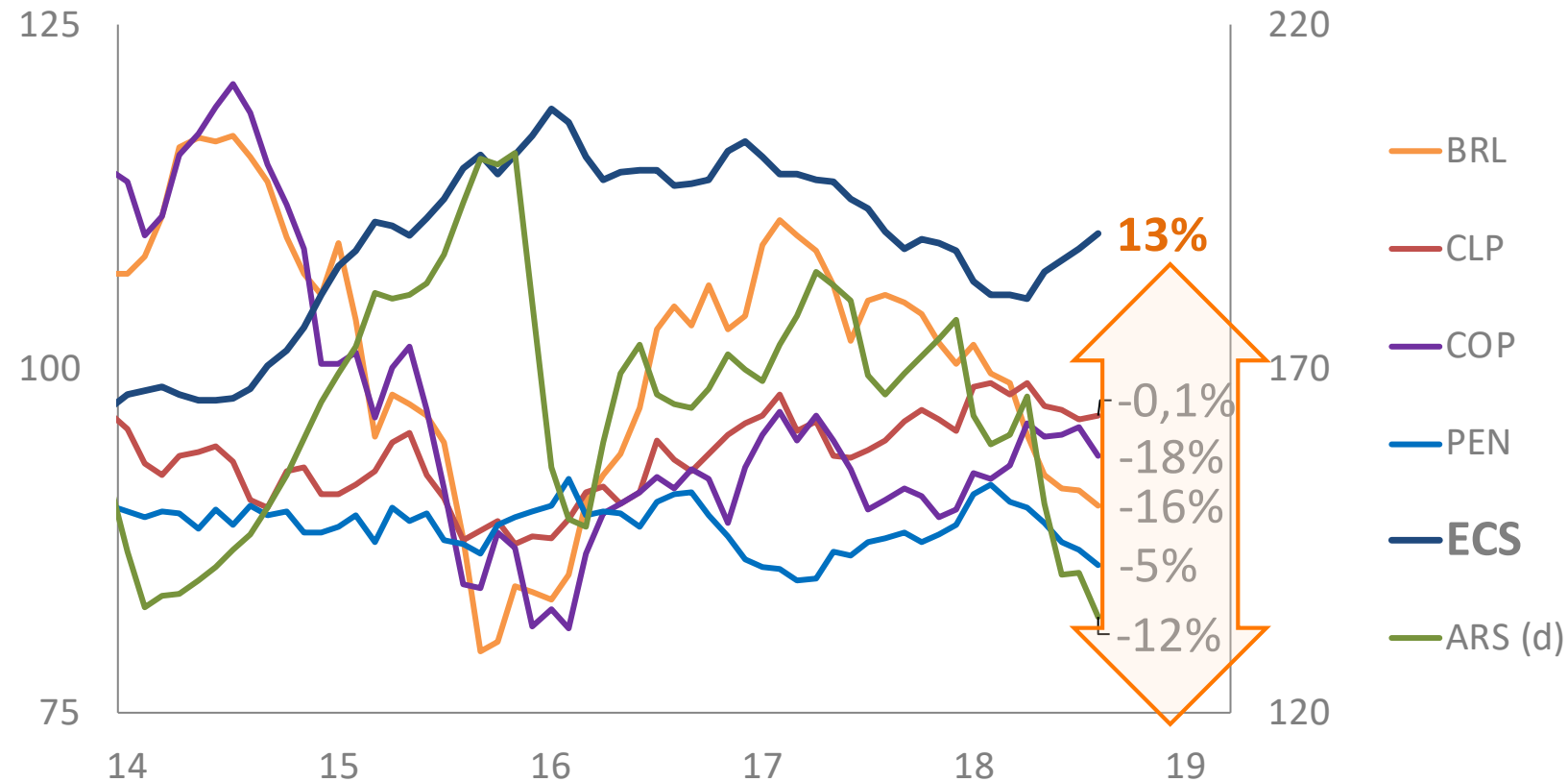
Fuente | Bloomberg, Itaú.

Análisis Económico | Itaú CorpBanca



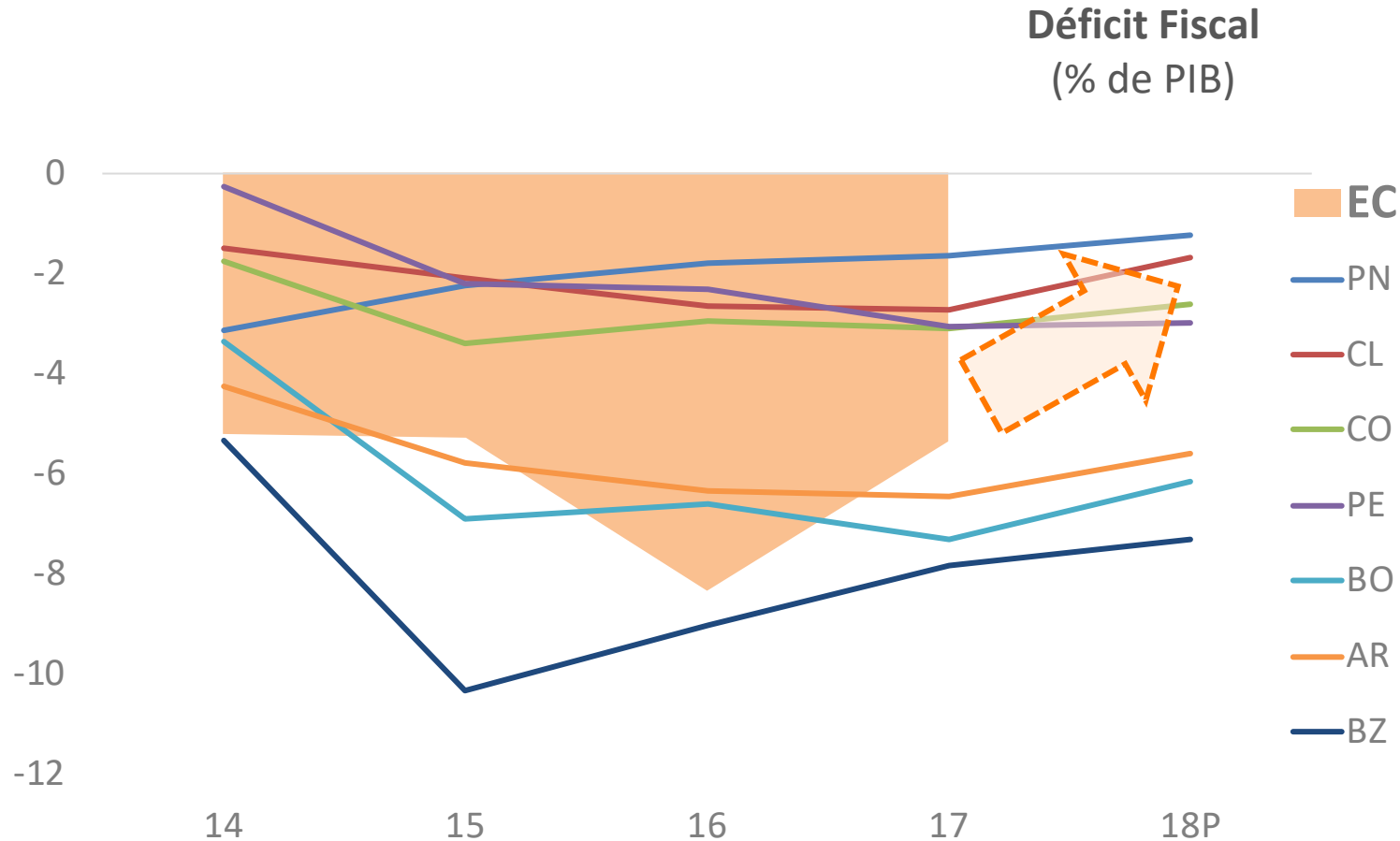
# Dolarización y caída en términos de intercambio

Tipo de Cambio Real  
(2004-2007 = 100)



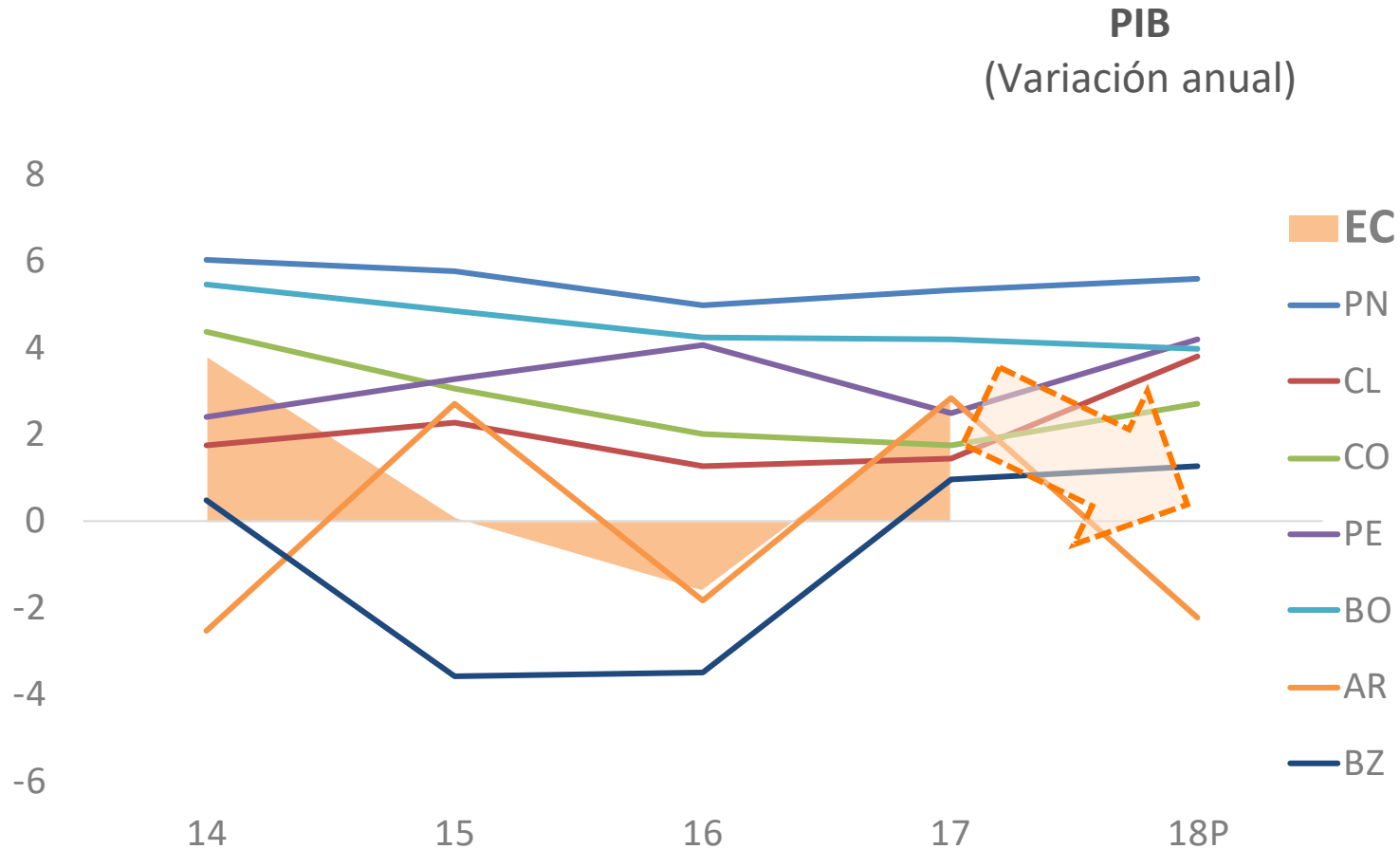
- Mientras la región se depreció en términos reales (ganó en competitividad), Ecuador se ha encarecido 13%.
- ¿Cómo cerrar una brecha de 15%-30% en términos de competitividad?

# Corrigiendo distorsiones



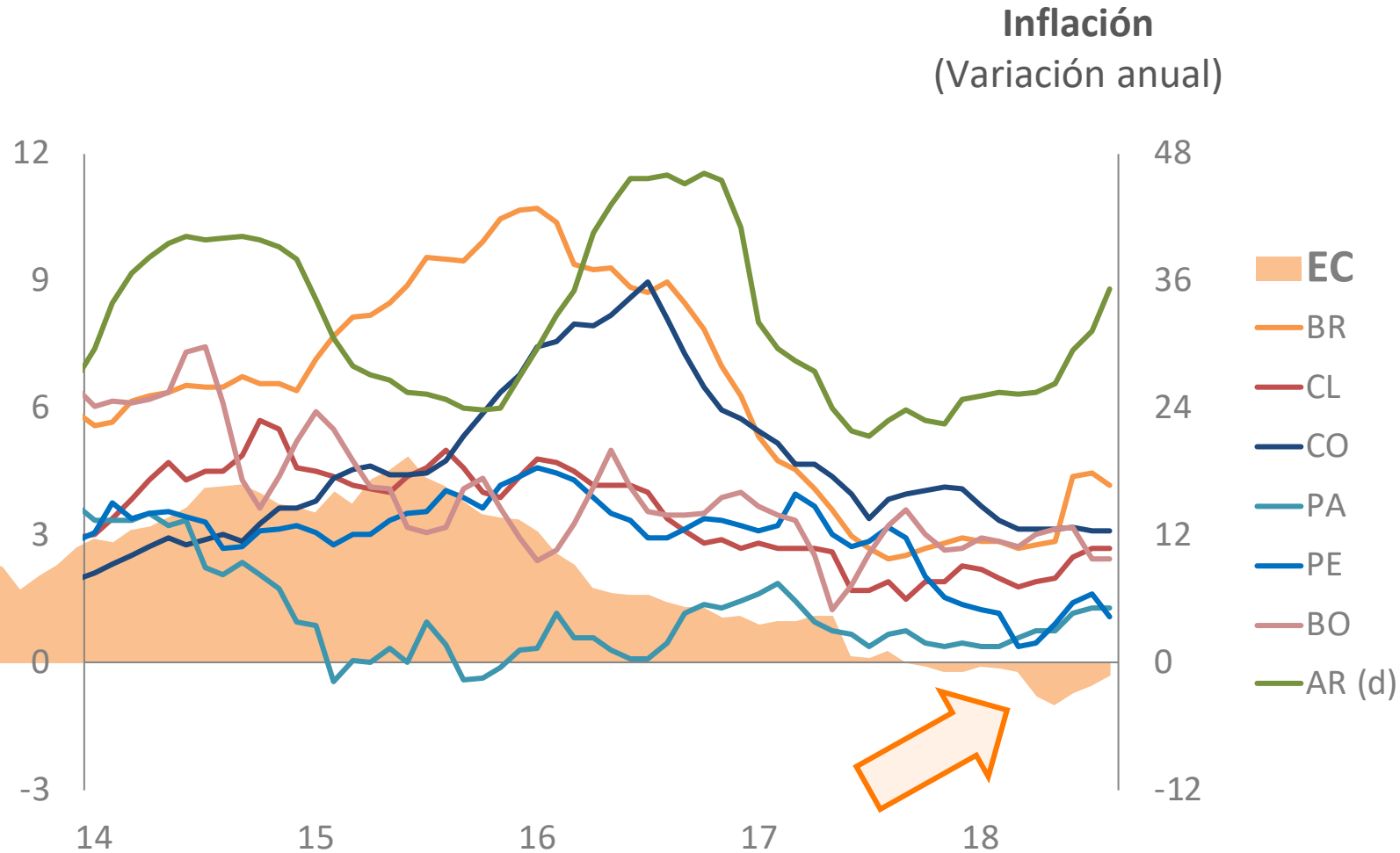
- **Mejorando productividad:**
  - Reducción de impuestos
  - Inversión en innovación
  - Reducción de “tramitología”
  - Flexibilización de los mercados, etc.
- **Pero, además, hay que reducir distorsiones: ajuste fiscal es necesario**

# Corrigiendo distorsiones



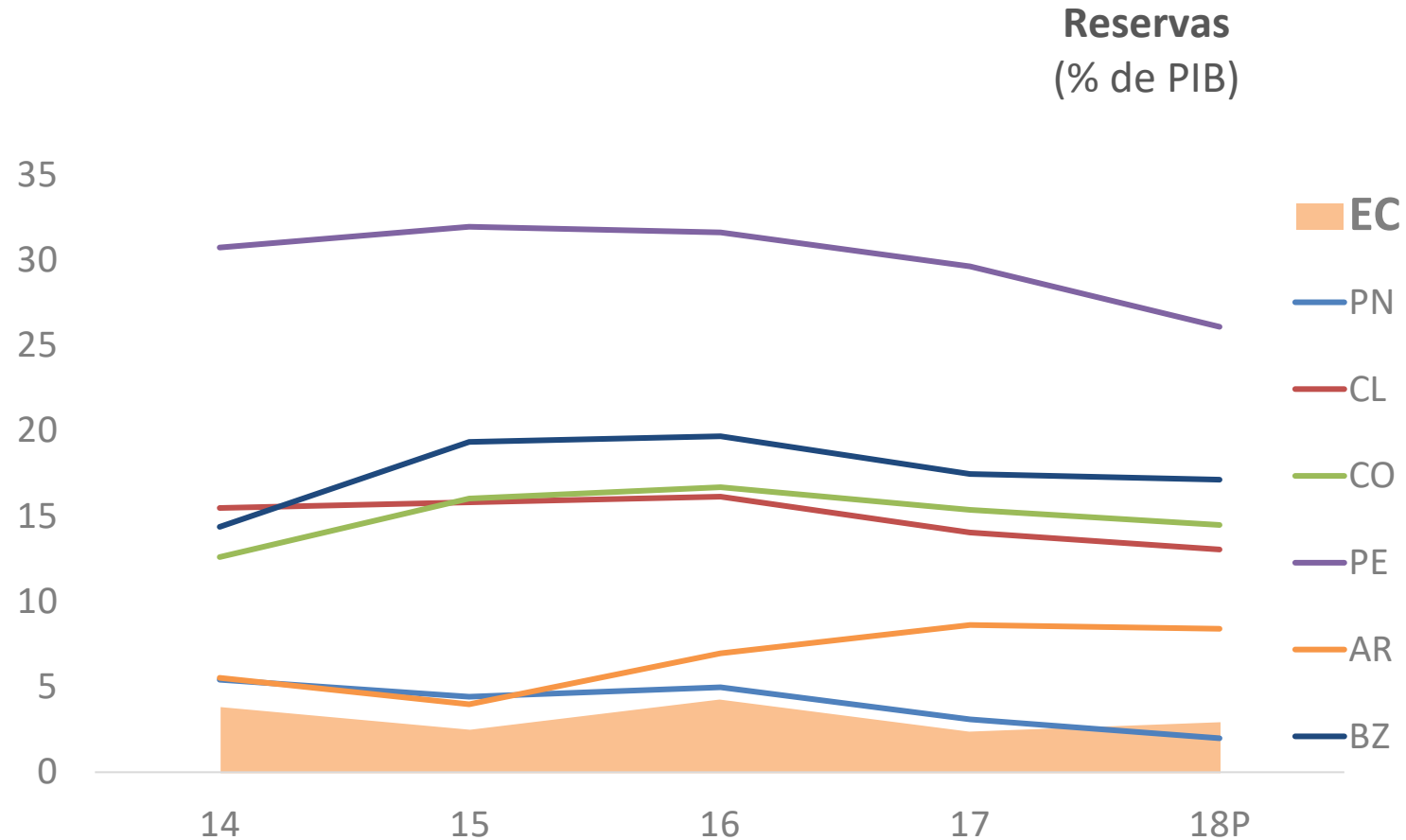
- **No hay ajuste sin costos**
- **Ajuste fiscal (sea gradual o rápido) impactará al crecimiento**
- Ausencia de herramientas de mitigación (e.g, política monetaria) puede incidir en mayores costos de ajuste

# Corrigiendo distorsiones



- **Dado el grado de desajuste** (pérdida de competitividad real), no se puede descartar que vaya a haber **ajustes en costos y precios ...**
- **... Ecuador ya está viviendo una deflación ...**
- ... sin herramientas para suavizar el costo del ajuste

# Corrigiendo distorsiones



- Y sin un colchón, dado niveles bajos de reservas ...
- ... mitigar el ajuste será aún más **costoso en términos de crecimiento y empleo.**



# ¿Es sostenible la dolarización?

- Condiciones macroeconómicas (**desajuste real**) presenta un reto mayor
- **Ciclo económico** mundial llevaría a **alzas de tasas en EE.UU. y dólar más fuerte**, exacerbando desacople respecto de socios comerciales, **sin bonanza de materias primas**.
- **Escenario de riesgo de guerra comercial** de gran escala tendría efecto similar en el dólar, pero con menor crecimiento mundial y bajos precios de las materias primas.
- **Autoridades toman medidas en dirección correcta.**
  - ¿Habrà tiempo para que éstas surtan efecto? – el fantasma de Argentina
  - ¿Son suficientes estas medidas para compensar distorsión de precios fijos?
- En el largo plazo, podría convenir **sustituir la institución del dólar con institucionalidad macroeconómica robusta pero flexible**.
- Se necesita **voluntad y capital político**.



# ¿Es sostenible la dolarización?

CLEC 2018 | Quito, Ecuador

Miguel Ricaurte |

Economista Jefe, Área Andina

Análisis Económico | Itaú, Chile  
@MiguelRicaurteB

**Itaú CorpBanca**

SEPTIEMBRE DE 2018