



*Consejo Monetario Centroamericano*  
*Secretaría Ejecutiva*

**INFORME DE COYUNTURA**

**Un vistazo a la dolarización en Centroamérica y República Dominicana**

**San José, septiembre de 2004**

## 1. Introducción

La dolarización de una economía se manifiesta en la preferencia de los agentes económicos en utilizar una moneda extranjera para algunas de las funciones básicas del dinero, ya sea en el mercado de bienes, el mercado de trabajo o en el sistema financiero<sup>1</sup>. El proceso de dolarización experimentado por las economías de Centroamérica y República Dominicana (CA-RD) corresponde, en gran medida, a los esfuerzos de los agentes económicos de preservar el valor de sus activos expresándolos en una unidad monetaria estable en el largo plazo. La devaluación del numerario doméstico y la inflación conllevan a una destrucción de riqueza expresada en moneda nacional. A pesar de los esfuerzos de política económica y los avances en el mantenimiento de la estabilidad de precios, la necesidad evidente de avanzar en materia institucional de forma que las políticas públicas sean conocidas y estables en el tiempo, produce una actitud de precaución en las decisiones de ahorro e inversión así como en la composición de los activos y pasivos de los agentes económicos<sup>2</sup>.

La deficiencia proveniente de la limitada confianza en la estabilidad de la política económica en el largo plazo es compensada parcialmente mediante el exceso de rendimientos de los activos denominados en moneda nacional con respecto a aquellos denominados en moneda extranjera, así como, en algunos casos, mediante el establecimiento de esquemas de indexación al tipo de cambio con respecto al dólar estadounidense<sup>3</sup>.

Para los casos de Centroamérica y República Dominicana, las distintas experiencias en la solución de problemas económicos particulares de cada país ha dado como resultado el

---

<sup>1</sup> Cabe recordar que las funciones básicas del dinero definidas por la teoría económica son: Unidad de cuenta, depósito de valor y medio de cambio.

<sup>2</sup> Gianni De Nicoló, Patrick Honohan y Alain Ize. "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?", IMF (2003) encuentran que la credibilidad de las políticas macroeconómicas y la calidad de las instituciones son determinantes claves de las variaciones en el grado de dolarización en diferentes países.

<sup>3</sup> Los agentes económicos mantienen sus reservas respecto a la confianza que les asignan al estado de las políticas fiscal y monetaria, aunque conceden cierto grado de credibilidad a las autoridades que han podido mantener estables las principales variables macroeconómicas.

establecimiento de distintos regímenes cambiarios en la región. Así, mientras Costa Rica, y Nicaragua tienen regímenes de tipo de cambio fijo reptante, Honduras posee un sistema de bandas cambiarias móviles, Guatemala y República Dominicana tienen un régimen cambiario de flotación manejada y El Salvador está oficialmente dolarizado. De este modo, la política monetaria tiene distintos grados de efectividad, según el sistema cambiario de cada economía, así, mientras más rígido es el sistema cambiario menor es la efectividad que se espera en la política monetaria<sup>4</sup>.

En el presente documento de trabajo se hace revisión de ciertos indicadores de dolarización en los países que forman parte del CMCA. Si bien se obvian los enfoques teóricos, la revisión del estado en que se encuentra la dolarización de facto en la región toma en consideración los antecedentes que, de algún modo, impulsaron este proceso.

## **2. Indicadores de dolarización en CA-RD**

Las economías de Centroamérica y República Dominicana permiten una amplia participación del dólar estadounidense, tanto en transacciones financieras como en operaciones comerciales de alto valor y como medio de pago en efectivo. Este hecho reconoce que la dolarización de facto no es simplemente la consecuencia de los anteriores períodos de inestabilidad sino que es un resultado inherente del proceso de una mayor inserción de las economías de la región a los mercados internacionales que les son relevantes, los cuales prefieren transar en la moneda estadounidense. La historia de alta inflación mantiene en la memoria de los agentes una actitud de precaución en la preservación del valor real de sus activos, sin embargo, si bien estos países comparten algunas experiencias de inestabilidad macroeconómica de distinta intensidad, cada economía presenta diferentes niveles de dolarización lo que convierte a cada cual en un caso particular.

---

<sup>4</sup> Como es sabido, al dolarizar oficialmente, El Salvador renunció al uso de política monetaria.

Utilizando la razón depósitos totales en moneda extranjera sobre el total de depósitos como indicador de dolarización<sup>5</sup> según muestra el Cuadro 1, Nicaragua y Costa Rica presentan un alto grado de dolarización de facto en su sistema financiero, mientras República Dominicana y Honduras presentan niveles moderados, y Guatemala posee el sistema financiero con menor grado de dolarización. No obstante, si se revisa la variación porcentual de este indicador se observa que la tasa de crecimiento de la dolarización de facto en el sistema financiero de Guatemala y República Dominicana se ha expandido en promedio a un ritmo de 24% y 16%, respectivamente, en los últimos cuatro años; mientras los depósitos en moneda extranjera como porcentaje del total de depósitos ha crecido a tasas más moderadas en Honduras y Costa Rica (7.1% y 6.1%, respectivamente) y en Nicaragua apenas se ha producido cambio en el último cuatrienio (-0.7%).

**Cuadro 1. Centroamérica y República Dominicana  
Depósitos en moneda extranjera sobre el total de depósitos**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004*
Costa Rica	26.8	34.8	32.4	30.4	31.1	40.9	35.7	38.3	41.8	41.1	41.1	43.8	47.9	50.5	52.0
El Salvador	4.1	3.4	4.9	4.1	5.0	5.5	7.0	8.1	8.5	8.8	8.9	8.9	...	...	...
Guatemala	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.3	0.1	5.1	5.1	8.2	8.4	11.2
Honduras	1.8	3.9	6.6	9.0	16.9	22.1	31.9	27.2	27.6	27.9	27.7	33.1	34.2	35.0	36.1
Nicaragua	40.3	36.2	46.0	60.2	59.6	67.8	62.3	64.5	68.1	67.8	70.4	71.0	72.1	71.2	68.5
Rep. Dominicana	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.6	4.8	9.2	13.4	16.2	20.0	26.1	27.5	28.7

Fuentes: Bancos Centrales y Superintendencias de Sistemas Financieros de cada país, y el FMI

\* 2004 al mes de mayo para Nicaragua; junio para Costa Rica, Guatemala y Honduras; y agosto para República Dominicana

Guatemala<sup>6</sup> y República Dominicana, países que tardaron en permitir la apertura de cuentas denominadas en moneda extranjera en su sistema bancario, presentan casos de notable particularidad. Para el caso de Guatemala, el bajo nivel de dolarización puede ser explicado por la amplia participación de bancos *offshore*, los cuales suelen ser los principales

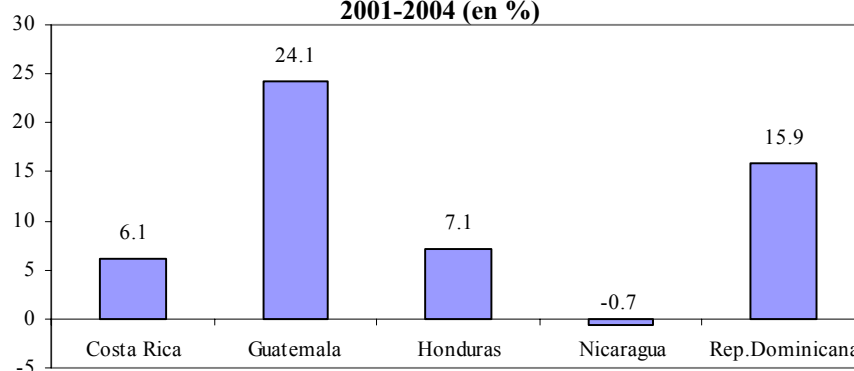
<sup>5</sup> Mediante la promulgación de la Ley de Integración Monetaria, El Salvador dolarizó su economía oficialmente en 2001. En ese año, Guatemala aprobó la Ley de Libre Negociación de Divisas que permitió las operaciones en moneda extranjera en la banca nacional y la co-circulación del dólar con el quetzal.

<sup>6</sup> Desde 1998 hasta mayo de 2004, el quetzal se mantuvo como la moneda menos depreciada de Centroamérica. Ver <http://www.banguat.gob.gt/cambio/>.

captadores de depósitos y prestamistas de fondos denominados en moneda extranjera<sup>7</sup>. Adicionalmente, la tendencia a la apreciación que recientemente ha experimentado el quetzal desmotiva la tenencia de dólares en el sistema financiero y en efectivo para realizar pagos.

En el caso dominicano, la dolarización ha aumentado en medio de un ambiente de crisis financiera el cual fue incubándose en los años previos en medio de un entorno de incertidumbre y desconfianza en la política económica.

**Gráfico 1. Centroamérica y República Dominicana:  
Crecimiento promedio de la dolarización de los depósitos bancarios  
2001-2004 (en %)**



Fuente: Elaborado con información de los bancos centrales. 2004 al mes de mayo para Nicaragua; junio para Costa Rica, Guatemala y Honduras; y agosto para República Dominicana. Se excluye a El Salvador por su condición de oficialmente dolarizado.

En esta sección se esboza de forma sucinta el caso particular de cada país puntualizando las características de cada proceso individual de acuerdo a las informaciones disponibles de cada economía, así como se presentan algunos hechos estilizados y se recalca sobre los señalamientos de problemas actuales y potenciales que acarrea la forma en como se manifiesta la dolarización y las razones que las causa.

<sup>7</sup> Para un tratamiento detallado sobre este tema, consultar en la SECMCA “Implicaciones de las Operaciones de los Bancos *Offshore* en Centramérica y República Dominicana, <http://www.secmca.org/archivos/ImplicacionesOperacionesBancosOffshore.pdf>

## 2.1 Costa Rica

Costa Rica presenta un importante grado de dolarización de su sistema financiero al observar altos niveles de sustitución de activos y sustitución monetaria. En el caso de sustitución de activos, para agosto de 2004, se verifica que, por cada unidad de moneda nacional depositada en cuentas de ahorro existen 1.71 unidades en moneda extranjera. Para el caso de las cuentas de depósitos a plazo y certificados de inversión, la relación es de 1 a 1.14. En cuanto a sustitución monetaria, el indicador expresa que, a agosto de 2004, por cada unidad de moneda nacional depositada en cuentas corrientes existe 0.82 unidades de moneda extranjera, según se presenta en el cuadro 2.

El proceso de dolarización de facto en Costa Rica se manifiesta notablemente en las transacciones comerciales del alto valor y en la composición de activos en el sistema financiero. En su origen, la dolarización estuvo vinculada a la inestabilidad económica de principios de los 1980 en donde la devaluación de la moneda nacional y la alta inflación produjeron caídas en los ingresos reales así como disminución en el valor de los activos financieros denominados en colones. La mayor inserción comercial y financiera del país a los mercados internacionales ha contribuido a la dolarización de la economía. Sin embargo, algunos estudios atribuyen gran responsabilidad de la dolarización a la política cambiaria implementada por las autoridades monetarias<sup>8</sup>.

A partir de 1983 entró en vigencia un régimen de tipo de cambio fijo reptante, basado en mini-devaluaciones. Dado que los agentes económicos conocen la pauta de devaluación seguida por el Banco Central, se sienten estimulados a proteger el valor de su riqueza financiera transfiriendo activos denominados en moneda nacional a instrumentos denominados en moneda extranjera. Adicionalmente, el régimen cambiario urge a los bancos a tener alguna posición propia en moneda extranjera de manera que los nuevos pasivos deben tener como contrapartida nuevos activos denominados en dólares<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Ver “Costa Rica: Financial System Stability Assessment”. FMI, abril de 2003. También Méndez Quesada, E., y A. C. Kikut Valverde. “La Dolarización Parcial en Costa Rica”. Banco Central de Costa Rica, 2003; y Fitch Ratings Sovereign Credit Analysis: Costa Rica. Agosto de 2004.

<sup>9</sup> Méndez Quesada, E., y A. C. Kikut Valverde. Op. Cit. La lógica detrás de este comportamiento es aplicable a otros países centroamericanos con régimen cambiario parecido al de Costa Rica.

Por otro lado, la certidumbre acerca de la trayectoria del tipo de cambio nominal, dado el sistema de tipo de cambio fijo reptante, y ante altas tasas de interés activas en moneda local, el sector privado ha incrementado considerablemente su nivel de endeudamiento en dólares hasta el punto de que los préstamos en moneda extranjera constituían en junio de 2004 un 58% del total de colocaciones del sistema bancario<sup>10</sup>. Un alto porcentaje de estos empréstitos (más del 50%) están colocados en sectores no transables tales como el hipotecario y préstamos de consumo. De este modo, aunque las captaciones de depósitos en dólares constituyen aproximadamente 52% de los depósitos totales, el sistema bancario está expuesto a un importante riesgo cambiario. Esta situación ha sido advertida por el FMI en agosto de 2004<sup>11</sup>.

**Cuadro 2. Costa Rica: Indicadores de dolarización en el sistema bancario nacional (%)**

	Indicadores de sustitución de activos		Indicador de sustitución monetaria
	DCA en ME / DCA en MN	DPCI en ME / DPCI en MN	DCC en ME / DCC en MN
1995	90.9	74.2	20.5
1996	93.9	67.9	20.6
1997	94.8	81.9	21.8
1998	93.8	108.9	23.3
1999	95.0	116.0	28.5
2000	92.8	114.4	33.8
2001	101.9	126.3	45.5
2002	118.9	125.5	57.1
2003	140.7	113.1	60.8
2004 <sup>1</sup>	171.1	114.2	82.1

Fuente: Elaborado con datos del Banco Central de Costa Rica

DCA= Depósitos en cuentas de ahorro; ME= Moneda Extranjera; MN= Moneda Nacional

DPCI= Depósitos a plazo y certificados de inversión; DCC= Depósitos en cuenta corriente

1/ Cifras preliminares Bancos Comerciales al 06/08/2004

<sup>10</sup> Ver Fitch Ratings Sovereign Credit Analysis: Costa Rica. Agosto de 2004. Para el caso de los bancos privados, este porcentaje asciende a 80% frente a 48% en la banca estatal.

<sup>11</sup> Public Information Notice (PIN) No. 04/94: IMF Concludes 2004 Article IV Consultation with Costa Rica. August 19, 2004. Ver <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2004/pn0494.htm>. No obstante, es importante destacar que Costa Rica cuenta con un aparato exportador diversificado y es uno de los principales receptores de inversión extranjera en la región.

## 2.2 Guatemala

A pesar del notable crecimiento que ha registrado el uso de la moneda extranjera en las operaciones de la banca, a primera vista, la economía guatemalteca no parece mostrar un alto grado de dolarización en su sistema financiero, aunque se verifica un crecimiento sostenido de los depósitos bancarios denominados en moneda extranjera. El bajo nivel de dolarización registrado en el sistema bancario podría explicarse en que, dado que las operaciones en moneda extranjera no eran permitidas a la banca nacional, los depósitos en dólares eran captados por instituciones financieras de tipo *offshore*. La gran actividad financiera *offshore*, fuera del alcance de la regulación bancaria, representaba para el año 2000 aproximadamente la mitad del sistema bancario<sup>12</sup>. La banca *offshore* suele captar depósitos en moneda extranjera e invertirlos en bonos públicos denominados en dólares, así como financia ciertas actividades del sector privado.

La legislación financiera del país autorizó a la banca nacional a realizar operaciones en moneda extranjera a partir de mayo de 2001, mediante la Ley de Libre Negociación de Divisas. Esta ley permitió, además, la libre circulación del dólar como medio de pago conjuntamente con la moneda nacional. A partir de la legalización de las operaciones financieras en moneda extranjera, se ha registrado un crecimiento exponencial de los depósitos en dólares en la banca nacional, según muestra el Gráfico 2. No obstante, la estabilidad macroeconómica de la que ha gozado la economía guatemalteca en los últimos años, manteniendo una tasa de inflación de un dígito desde 1997, los agentes económicos parecen haberse habituado a utilizar la banca *offshore* para sus operaciones en moneda extranjera lo cual podría haber influido considerablemente en el bajo nivel de dolarización observado en el sistema financiero nacional. Adicionalmente, el quetzal se ha apreciado<sup>13</sup> en 2004 lo cual ha permitido al Banco de Guatemala acumular un monto de reservas internacionales que exceden los US\$3,000 millones al realizar importantes operaciones de

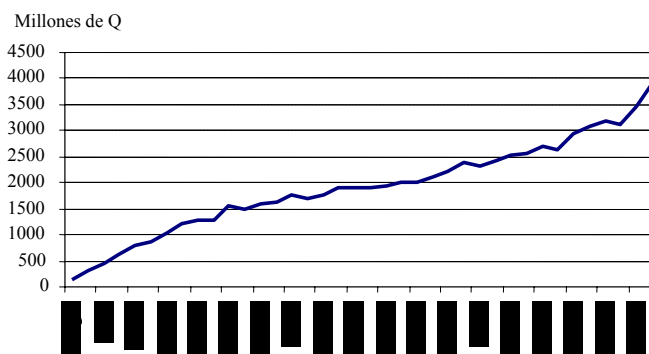
---

<sup>12</sup> financiero ha experimentado importantes mejoras a raíz de la aplicación de un programa Stand-by acordado en el FMI por un El sistema año a partir de abril de 2002.

<sup>13</sup> Esta apreciación es atribuida en parte al influjo de divisas en la economía ocasionado por un fuerte crecimiento en las remesas familiares.

compra de divisas a fin de impedir una mayor apreciación real que lesione la competitividad del sector exportador.

**Gráfico 2. Guatemala: Comportamiento de los depósitos en moneda extranjera**



Fuente: Banco de Guatemala.

En un esfuerzo por transparentar las operaciones financieras de la banca no regulada, en julio de 2004, el Banco de Guatemala comenzó a incluir a los bancos *offshore* dentro de la información que sirve al público sobre el comportamiento de las principales variables macroeconómicas. La Junta Monetaria ha autorizado a 12 entidades *offshore* a operar legalmente en el país. Al 29 de julio de 2004, los bancos *offshore* habían proveído créditos por aproximadamente US\$ 1,100 millones (8,758.7 millones de quetzales) al sector privado y administraban una tercera parte de los medios de pago totales por valor de aproximadamente US\$ 2,170 millones (17,353.9 millones de quetzales). Los activos netos de los bancos *offshore* reportados a la Superintendencia de Bancos de Guatemala al 31 de mayo de 2004, ascendían a US\$ 2,512.2 millones mientras que sus pasivos eran de US\$ 2,286.9 millones. El capital contable de estas entidades generadas a la fecha del reporte era de US\$ 225.3 millones y las utilidades eran de US\$ 19.3 millones<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Ver Medidas de Política Económica en el Reporte Ejecutivo Mensual que prepara la SECMCA. Agosto 2004, <http://www.secmca.org/reporte.asp?mnu=4>

**Cuadro 3. Guatemala: Indicadores de dolarización en el sistema bancario nacional (%)**

	Indicadores de sustitución de activos		Indicador de sustitución de pasivos
	DCA en ME / DCA en MN	DP en ME / DP en MN	Créditos en ME/Total de créditos
2002	8.5	8.2	21.5
2003	10.4	11.2	24.4

Fuente: Elaborado con datos del Banco de Guatemala ME= Moneda Extranjera; MN= Moneda Nacional

DCA= Depósitos en cuentas de ahorro DP= Depósitos a plazo

### 2.3 Honduras

Honduras es el cuarto país más dolarizado de Centroamérica. Similar a otros países de la región, el pasado de alta inflación conserva en la memoria de los agentes económicos un cierto grado de circunspección en la preservación del valor real de sus activos, manifestándose en cierta preferencia por el dólar como depósito de valor. Sin embargo, la estabilidad de precios que ha mantenido el país al lograr inflación de un dígito desde 2001 ha permitido que los agentes económicos mantengan su preferencia por el uso de moneda nacional para sus transacciones financieras. No obstante, la proporción de depósitos en moneda extranjera ha crecido sostenidamente a partir de 2001 hasta alcanzar 36% del total de depósitos en el sistema financiero nacional.

El sistema cambiario de Honduras corresponde a uno de bandas cambiarias móviles en donde la paridad central de una banda cambiaria de  $\pm 7$  puntos porcentuales varía periódicamente, dependiendo de las cotizaciones en la venta diaria de divisas por subasta<sup>15</sup>. Este régimen cambiario permite a los agentes económicos anticipar la devaluación del tipo de cambio transfiriendo riqueza denominada en lempiras a activos denominados en dólares.

<sup>15</sup> Para mayor conocimiento acerca de los regímenes cambiarios en Centroamérica y su evolución, ver SECMCA, "Volatilidad Cambiaria en Centroamérica e Implicaciones de la Dolarización de El Salvador en el Proceso de Integración Económica". Abril de 2004. <http://www.secmca.org/documentos.asp?mnu=11>

**Cuadro 4. Honduras: Indicadores de dolarización en el sistema bancario nacional (%)**

	Indicadores de sustitución de activos		Indicador de sustitución de pasivos	Indicador de sustitución monetaria
	DCA en ME / DDCA en MN	DP en ME / DP en MN	Préstamos en ME/Total de préstamos	DCC en ME / DCC en MN
1997	39.2	43.4	23.9	28.5
1998	40.5	39.4	27.1	32.3
1999	45.4	36.2	23.9	32.3
2000	45.9	38.8	23.1	32.5
2001	55.4	48.1	22.3	39.6
2002	61.0	51.2	22.8	36.3
2003	67.6	51.6	26.4	33.2
2004 <sup>1</sup>	66.9	51.0	29.2	41.6

Fuente: Elaborado con datos del Banco Central de Honduras

DCA= Depósitos en cuentas de ahorro; ME= Moneda Extranjera; MN= Moneda Nacional; DP= Depósitos a plazo; DCC= Depósitos en cuenta corriente. 1/ Cifras a junio de 2004.

En el Cuadro 4 se presentan algunos indicadores de dolarización en el sistema financiero de Honduras. En el caso de sustitución de activos, para junio de 2004, se observa que, por cada unidad de moneda nacional depositada en cuentas de ahorro existen 0.67 unidades en moneda extranjera. Para el caso de las cuentas de depósitos a plazo, la relación es de 1 a 0.51. Honduras presenta un nivel relativamente bajo de sustitución de pasivos al presentar una relación de 1 a 0.29. En cuanto a sustitución monetaria, el indicador expresa que, a junio de 2004, por cada unidad de moneda nacional depositada en cuentas corrientes existe 0.42 unidades de moneda nacional.

Honduras implementa un programa económico de mediano plazo acordado con el Fondo Monetario Internacional y respaldado por el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial. La duración del programa es de tres años a partir de 2004, el mismo permitirá a Honduras mejorar su perfil para acceder al Programa de Alivio de Deuda a Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés) con lo cual se configura un conjunto de políticas y asistencia financiera orientados a reducir la pobreza. El programa contempla el fortalecimiento de los sectores fiscal, financiero e institucional y está acompañado de un paquete de financiamiento conjuntamente con asistencias colaterales en el marco de la HIPC. Este proceso implicará un salto cualitativo en el perfil macroeconómico e institucional el cual deberá reflejarse en un nivel de dolarización moderado, consistente con la mayor

integración del país al comercio exterior y al mercado financiero internacional, así como el mayor desarrollo de sus instituciones<sup>16</sup>.

## **2.4 Nicaragua**

Nicaragua es un país virtualmente dolarizado en virtud de que la mayoría de las transacciones de alto valor, así como las operaciones financieras están denominadas en dólares o indexadas en moneda extranjera. Nicaragua es la economía del istmo que ha experimentado mayor inflación. La década de los 1980 fue un período de alta inflación el cual respondía a las circunstancias del conflicto bélico interno que vivía el país. A partir de 1985, la economía nicaragüense encaró un proceso inflacionario sin precedentes que tuvo su máxima expresión en el período 1989-1991 cuando el país experimentó tasas de hiperinflación de 4,709.2%, en 1989, 7485.2% en 1990 y 2,945.1% en 1991, según muestra el Cuadro 5.

La gran distorsión en los precios relativos resultado de la hiperinflación encauzó la fijación de precios en dólares a fin de preservar el valor de los bienes y activos. Tras la recuperación de la estabilidad política, el país ha sido exitoso en lograr abatir la inflación, sin embargo, dado que la hiperinflación erosionó el valor de los activos financieros denominados en moneda local, una vez el sistema financiero reasumió su función de canalización de recursos en la economía, la mayor parte de los activos financieros se habían dolarizado. Adicionalmente, el régimen de tipo de cambio fijo reptante ha incentivado a los agentes económicos a indexar el valor de su riqueza financiera, manteniéndola denominada en moneda extranjera, propiciándose de este modo un proceso de sustitución monetaria en el sistema financiero.

---

<sup>16</sup> El FMI confirmó en agosto que Honduras cumplió las metas macroeconómicas estipuladas en su programa económico pactado con el FMI, para el primer trimestre de 2004.

**Cuadro 5. Nicaragua: Comportamiento de los precios y el tipo de cambio 1985-1996 (%)**

	Tasa de inflación	Tipo de cambio nominal córdoba/dólar	Tasa de devaluación del córdoba
1985	219.6	28	158.6
1986	681.2	70	150
1987	911.9	70	0
1988	-97.2	920	1,214.30
1989	4709.2	38,150.00	4,046.70
1990	7485.2	3,000,000.00	7,763.70
1991	2945.1	5	-100
1992	23.7	5	0
1993	20.4	6.3	27
1994	-100	7.1	12

Fuente: Elaborado con datos del Banco Central de Nicaragua

El cuadro 6 muestra algunos indicadores de dolarización en Nicaragua. Los indicadores de sustitución de activos presentan que, para junio de 2004, por cada unidad de moneda nacional depositada en cuentas de ahorro existen 2.38 unidades en moneda extranjera. Para el caso de las cuentas de depósitos a plazo, la relación es de 1 a 2.59. El grado de sustitución monetaria muestra una relación de 1 a 1.30 lo que confirma al sistema financiero nicaragüense como altamente dolarizado.

**Cuadro 6. Nicaragua: Indicadores de dolarización en el sistema bancario nacional (%)**

	Indicadores de sustitución de activos		Indicador de sustitución monetaria
	DCA en ME / DDCA en MN	DP en ME / DPCI en MN	DCC en ME / DCC en MN
1995	205.0	98.4	114.8
1996	256.8	124.8	148.8
1997	243.0	166.3	154.4
1998	268.5	218.3	156.1
1999	234.6	244.4	135.3
2000	265.7	289.6	139.1
2001	230.5	409.1	129.6
2002	230.5	406.8	158.5
2003	229.2	312.4	134.0
2004 <sup>1</sup>	238.0	258.9	129.6

Fuente: Elaborado con datos del Banco Central de Nicaragua

DCA= Depósitos en cuentas de ahorro; ME= Moneda Extranjera; MN= Moneda Nacional

DP= Depósitos a plazo; DCC= Depósitos en cuenta corriente

1/ Cifras a junio de 2004.

El alto grado de dolarización implica una limitación importante en la implementación de política monetaria y un riesgo cambiario en el sistema financiero nacional. No obstante los esfuerzos de política económica están fuertemente orientados al mantenimiento de la estabilidad de precios y el fortalecimiento de las reservas del Banco Central. Por otra parte, Nicaragua obtuvo en 2004 el punto de culminación en el programa HIPC, mediante el cual obtendrá una condonación de un 80% del total de su deuda externa, de alrededor de US \$4,200 millones. En ese contexto, la política económica se enmarcaba en un programa económico pactado con el Fondo Monetario Internacional por tres años con el objetivo general de reducir la pobreza e impulsar el crecimiento económico, en medio de un ordenamiento fiscal equilibrado y baja inflación.

## **2.5 República Dominicana**

El proceso de dolarización en el sistema financiero dominicano se puede considerar como reciente<sup>17</sup>. Aunque la República Dominicana no ha experimentado episodios de hiperinflación, ha registrado importantes desequilibrios macroeconómicos en los períodos 1983-1985, cuando se abandonó el régimen de tipo de cambio fijo y se adoptó un sistema cambiario de flotación manejada<sup>18</sup>; 1987-1991, cuando el país se vio abocado a encarar importantes reformas, y 2003-presente. Estos desequilibrios condujeron a importantes niveles de devaluación e inflación lo cual tiene mucho que ver con la creciente dolarización de su sistema financiero.

Durante el período 1989-1990, la política fiscal expansiva y su monetización no contribuyeron a la estabilización de la economía, arribando a un déficit en la balanza de pagos insostenible que culminó en una suspensión de pagos. En 1990, la República Dominicana experimentó el nivel más alto de inflación registrado en su historia (79.9%), con un déficit fiscal de 4.7% del PIB, déficit en cuenta corriente de 2.6% del PIB y una caída del producto por el orden de -5.5%. Durante la década de los 1980, el peso dominicano

---

<sup>17</sup> Sin embargo, más de dos décadas antes de la fundación del Banco Central de la República Dominicana en 1947, la economía dominicana estaba totalmente dolarizada.

<sup>18</sup> Para un análisis sobre el proceso que acompañó la inestabilidad macroeconómica y el plan de estabilización aplicada con asistencia del FMI, ver K.J. Courts, H. Guiliani Cury y F. Pellerano, "Stabilisation Programmes in the Dominican Republic" International Institute for Labour Studies (International Labour Organization). 1986.

experimentó una tasa de devaluación acumulada de 268.8%. Esta inestabilidad fue acompañada por una crisis financiera de proporciones significativas.

En agosto de 1991, la República Dominicana inició un proceso de estabilización el cual incluyó la aprobación de un acuerdo stand-by por 19 meses por el Fondo Monetario Internacional, con el cual se perseguía restaurar el equilibrio de la balanza de pagos, reducir las presiones inflacionarias y crear condiciones para el crecimiento económico.

La estabilización así como las subsiguientes reformas estructurales contribuyeron a triplicar la tasa de crecimiento promedio del PIB al pasar de 2,3 %, en la primera mitad de los 1990, a 7,7% en la segunda mitad de esa década. Este crecimiento fue acompañado de tasas de inflación de un solo dígito (6,5% en promedio durante el período 1996-2000) y desequilibrios en las cuentas fiscal y de balanza de pagos manejables<sup>19</sup>. A partir de 2001, la economía dominicana comenzó a enfrentar los embates de los choques externos de los incrementos en los precios internacionales del petróleo, la desaceleración de la economía estadounidense y los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 en los Estados Unidos, esas perturbaciones se aunaron a los desequilibrios fiscales. Una crisis financiera fue el detonante que desencadenó las dificultades actuales por las que atraviesa el país. La quiebra de bancos implicó un costo de rescate ascendente al 20.3% del PIB y un aumento de la emisión monetaria en 101.6% con respecto a 2002 lo cual produjo una inflación de 42.7% en 2003.

La creciente preferencia de los agentes económicos a realizar sus transacciones bancarias en moneda extranjera se corresponden con una estrategia de protección del valor de los activos financieros ante eventos de depreciación e inflación. La apertura de cuentas de ahorro y a plazos en dólares en la República Dominicana se inicia en la segunda mitad de la década de los 1990 y ha experimentado un crecimiento sostenido el cual se ha acelerado durante los últimos años. No obstante, el nivel de dolarización medido por el porcentaje de depósitos en moneda extranjera si bien es creciente no ha alcanzado niveles muy altos, si se comparan

---

<sup>19</sup> Para una análisis del notable desempeño de la economía dominicana en la década de los 1990, consultar Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), “Economía y Desarrollo Social en la República Dominicana: Los Retos a Inicios del Siglo XXI”. México, 2002.

con la media latinoamericana que en 2001 era de 30.9%<sup>20</sup>. A septiembre de 2004, los depósitos en dólares representan el 29% del total, mientras el 53% de los depósitos en cuentas de ahorro y el 29% de los depósitos a plazo son en moneda extranjera. Por el lado de los préstamos, a la fecha de corte, la proporción de préstamos en moneda extranjera ascendía a 33%.

**Cuadro 6. República Dominicana: Indicadores de dolarización en el sistema bancario nacional (%)**

	Indicadores de sustitución de activos		Indicador de sustitución de pasivos
	DCA en ME / DCA en MN	DP en ME / DP en MN	Préstamos en ME/Total de préstamos
2001	25.8	24.8	25.6
2002	32.6	31.7	30.9
2003	44.5	31.3	37.0
2004 <sup>1</sup>	52.6	29.2	32.5

Fuente: Elaborado con datos del Banco Central de la República Dominicana

ME= Moneda Extranjera; MN= Moneda Nacional; Dep= Depósitos

DCA= Depósitos en cuentas de ahorro; DP= Depósitos a plazo

1/ El dato de 2004 corresponde a septiembre

El nivel de dolarización financiera comparativamente bajo en la República Dominicana podría explicarse en cierta medida en los relativamente largos períodos de escasa fluctuación cambiaria y no haber experimentado niveles de inflación extraordinariamente altos por un largo período, además, con el propósito de contrarrestar los efectos inflacionarios del exceso de oferta de dinero, el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) ha colocado certificados de inversión por un monto equivalente a aproximadamente US\$2,250 millones a tasas de interés muy atractivas<sup>21</sup> lo cual contribuyó a que se mantuviera pesificado una proporción considerable del ahorro privado. Sin embargo, en la presente coyuntura, el relativamente bajo nivel de dolarización podría también atribuirse a la fuga de capitales producto de la incertidumbre que generan las crisis financieras<sup>22</sup>.

<sup>20</sup> De Nicolás, Gianni y Patrick Honohan, "Dolarization of the Banking System: Good or Bad?" FMI 2003.

<sup>21</sup> El BCRD llegó a acordar tasas de hasta 60% de interés anual para los certificados de inversión (CI) en algunas subastas. Los CI representan un déficit cuasifiscal anual cercano a RD\$30,000 millones (US\$750 millones, aproximadamente).

<sup>22</sup> En medio del ambiente de desconfianza que afectó la economía dominicana, el tipo experimentó una sobre-reacción al colocarse en 54 pesos por dólar en febrero de 2004, para descender a alrededor de 38 pesos por

En la medida en que la economía dominicana vaya estabilizándose es de esperarse el retorno de capitales que antes hubieran salido producto de la incertidumbre. En ese orden, el grado de dolarización de los depósitos podría depender de si una proporción importante del capital retornado, entra en el sistema financiero en forma de depósitos denominados en moneda nacional o en moneda extranjera. El proceso de apreciación que ha observado el peso a partir de agosto de 2004 y la credibilidad de las políticas de estabilización jugarán un papel determinante en ese resultado.

### **3. Un vistazo a El Salvador**

El Salvador tomó la iniciativa de dolarizar su economía a partir de 2001 constituyéndose en una decisión que podría influir en otros países centroamericanos y caribeños. La iniciativa de dolarización oficial fue tomada en un contexto macroeconómico ordenado, un régimen de tipo de cambio fijo estable y un bajo nivel de dolarización en el sistema financiero.

Dado que la adopción del dólar sujeta la economía salvadoreña a la política monetaria estadounidense, es importante observar cuál ha sido el comportamiento de la primera economía del mundo durante el período en que ha entrado en vigor la Ley de Integración Monetaria. Mirando el contexto internacional que ha acompañado tan importante reforma monetaria, cabe destacar que la política monetaria aplicada por el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha sido de carácter expansiva orientada a estimular el crecimiento de la actividad económica de ese país en el corto plazo.

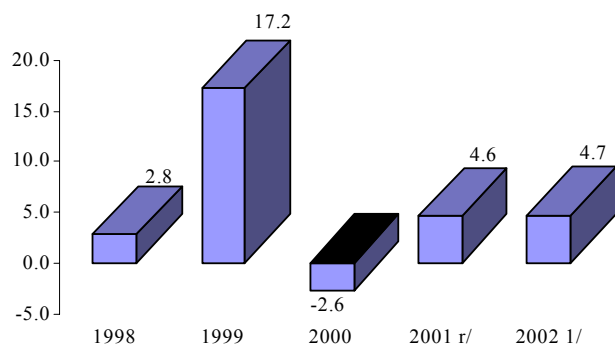
Después de registrar altas tasas de crecimiento durante la década de los 1990, la economía estadounidense comenzó a experimentar un proceso de ralentización en su dinamismo a partir de mediados del año 2000. A final de ese mismo período, se produjo un cambio en la dirección de la política monetaria que hasta ese entonces aplicó la Fed, la cual había sido de carácter contractiva, para iniciar un proceso de reducción de tasas de interés. La reducción en las tasas de interés produjo una depreciación del dólar frente a las demás divisas

---

dólar en septiembre del mismo año, poco tiempo después de asumir las nuevas autoridades que resultaron electas en mayo.

internacionales, lo cual implicaba para El Salvador una depreciación real y, por consiguiente, una ganancia de competitividad la cual no pudo ser aprovechada dado el contexto de estancamiento de las economías de los principales socios comerciales.

**Gráfico 3. El Salvador: Tasa de crecimiento de las exportaciones**



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador.

r/ Cifras revisadas. 1/ Cifras preliminares.

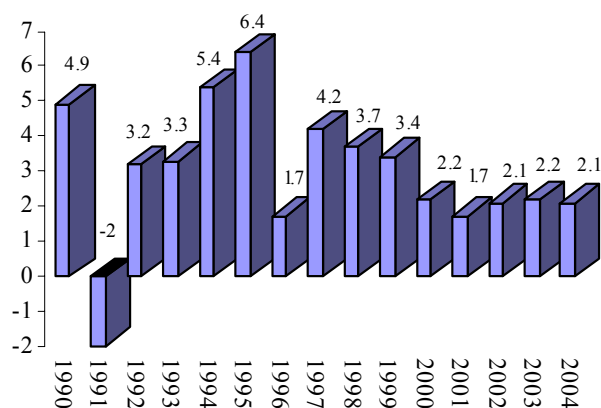
La economía estadounidense ha recuperado cierto nivel de crecimiento, reportándose aumentos significativos en los niveles de empleo y consumo pero también han surgido presiones sobre los precios. En ese orden, la Fed inició un proceso gradual de aumentos en las tasas de interés lo cual anuncia el advenimiento de una política monetaria restrictiva consecuente con el objetivo de evitar un sobrecalentamiento de la economía e impedir un aumento desproporcionado en el nivel general de precios<sup>23</sup>. En consecuencia, podría producirse una apreciación del dólar consistente con los aumentos en los tipos de interés. Esta apreciación podría acelerarse si el mayor dinamismo de la economía estadounidense estimulara una mayor entrada de capital hacia Estados Unidos. Una apreciación del dólar implicaría para El Salvador una apreciación real y, por consiguiente una pérdida de competitividad en sus exportaciones las cuales han venido estancándose conjuntamente con el PIB en los últimos tres años. Adicionalmente, hay que considerar los elevados pasivos externos del sector privado<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> En ese sentido, los pronósticos que hacen distintos analistas financieros independientes es que la tasa de interés de la Fed terminaría entre 1.75% y 2.25% a final de 2004.

<sup>24</sup> Según informaciones de la Asociación Bancaria Salvadoreña, hasta abril de 2004, los bancos salvadoreños han recibido créditos del exterior ascendentes a US\$ 1,800 millones.

El desempeño de la economía salvadoreña en los próximos años podría enviar señales a otros países sobre la conveniencia de la adopción de la dolarización oficial. La efectividad de la política fiscal en inducir una mayor expansión del producto así como los avances en materia institucional que fortalezca el ambiente de negocios en que opera el sector privado y su capacidad de atracción de inversión extranjera son determinantes. El Salvador es el único país de la región calificado con grado de inversión por las calificadoras de riesgo internacionales<sup>25</sup>.

**Gráfico 4. El Salvador: Tasa de crecimiento del PIB real**



Fuente: IMF WEO Database. El dato para 2004 corresponde a proyecciones del Banco Central de Reserva de El Salvador

#### 4. Algunas consideraciones finales

La discusión acerca de las causas de la dolarización no es concluyente, pero se señala la importancia de prevenir los riesgos que implican la ocurrencia de descalces o desequilibrios entre los depósitos y los préstamos en moneda extranjera en el sistema financiero<sup>26</sup>. Esto es

<sup>25</sup> Ver en SECMCA “Informe Trimestral de Riesgo País”. Junio 2004. <http://www.secmca.org/>.

<sup>26</sup> Para un tratamiento de este tema, ver Álvarez, Roberto. “Dolarización Financiera en América Central”. Banco Interamericano de Desarrollo, 2003.

importante subrayar dado que se entiende que existe una mayor probabilidad de inestabilidad financiera en las economías altamente dolarizadas<sup>27</sup>.

Para los casos de los países de la región, es relevante observar los riesgos implícitos en el avance de la dolarización en su sistema financiero en lo referente a la existencia de descalces o desequilibrios entre los depósitos y préstamos en moneda extranjera, así como el destino de colocación de los fondos prestables dolarizados, una concentración de préstamos en moneda extranjera a sectores no transables trae implícito un riesgo sistémico ante una depreciación considerable de la moneda nacional.

Los desequilibrios fiscales limitan la política monetaria en su objetivo de reducir inflación. En este sentido, es importante que las economías de la región continúen fortaleciendo las finanzas públicas consistentes con una política monetaria para mantener la estabilidad de precios. Los avances en materia institucional mejorarían el ambiente de inversión para el sector privado doméstico y los inversores foráneos.

Por último, es importante señalar que en economías pequeñas y abiertas con un creciente vínculo con los mercados internacionales de capitales, el uso de medios de pago e instrumentos financieros denominados en moneda extranjera puede erosionar la efectividad de la política monetaria.

---

<sup>27</sup> De Nicoló, Gianni; Patrick Honohan y Alain Ize. “Dollarization of the Banking System: Good or Bad?”, IMF 2003.

## Referencias

- Álvarez, Roberto. “Dolarización Financiera en América Central”. Banco Interamericano de Desarrollo, 2003.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), “Economía y Desarrollo Social en la República Dominicana: Los Retos a Inicios del Siglo XXI”. México 2002.
- De Nicoló, Gianni; Patrick Honohan y Alain Ize. “Dollarization of the Banking System: Good or Bad?” IMF 2003.
- Estadísticas monetarias de los bancos centrales de Centroamérica y República Dominicana.
- Fitch Ratings Sovereign Credit Analysis: Costa Rica. August 2004.
- International Monetary Fund:  
“Costa Rica: Financial System Stability Assessment”. FMI, abril de 2003.  
Public Information Notice (PIN) No. 04/94: “IMF Concludes 2004 Article IV Consultation with Costa Rica.” August 19, 2004.  
  
Public Information Notice (PIN) No. 04/94: IMF Concludes 2004 Article IV Consultation with Costa Rica. August 19, 2004.
- K.J. Courts, H. Guiliani Cury y F. Pellerano, “Stabilisation Programmes in the Dominican Republic” International Institute for Labour Studies (International Labour Organization). 1986.
- Méndez Quesada, E., y A. C. Kikut Valverde. “La Dolarización Parcial en Costa Rica”. Banco Central de Costa Rica, 2003.
- Secretaría Ejecutiva Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA):

“Implicaciones de las Operaciones de los Bancos *Offshore* en Centramérica y República Dominicana.

“Informe Trimestral de Riesgo País”. Junio 2004.

“Medidas de Política Económica.” Reporte Ejecutivo Mensual. Agosto 2004.

“Volatilidad Cambiaria en Centroamérica e Implicaciones de la Dolarización de El Salvador en el Proceso de Integración Económica”. 2004