

## WORKSHOP

“La Dolarización en los países emergentes:  
historia, dilemas actuales y perspectivas”

4 y 5 de marzo de 2021



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



**Dr. Alexander Morozov** | Banco de Rusia

**“Dolarización, riesgos a la estabilidad financiera e implementación de la política monetaria: explorando las conexiones”.**

Jueves 4 de marzo de 2021 | 10:10 -11:00 hs.

En este trabajo revisamos los principales aspectos de la dolarización financiera en Rusia durante el período 2001-2020. Medimos separadamente la dolarización de los hogares (HH) y las corporaciones no financieras (NFCs). Luego de la transición hacia un régimen de tipo de cambio flotante en noviembre de 2014, la mayor volatilidad cambiaria no se tradujo en una mayor volatilidad en los depósitos denominados en moneda extranjera. Los movimientos en la dolarización de los depósitos se encuentran asociados con el diferencial esperado de retornos, que incluye la memoria colectiva sobre los grandes eventos devaluatorios del pasado (efecto histéresis). Para el caso de una economía emergente, existen dos posibles equilibrios en el nivel de dolarización de los depósitos -alrededor del 15% y el 75% de los depósitos. En un contexto donde el diferencial esperado de retornos es efectivamente cero, la convergencia al nivel de equilibrio más elevado comienza si se supera el umbral del 45%-50% en el nivel de dolarización. Para fomentar la desdolarización, una política monetaria restrictiva debería ser implementada cuando el diferencial de retornos esperados entre los depósitos domésticos y los denominados en moneda extranjera es cercano a cero. En Rusia, tanto en 2009 como en 2015, la depreciación del rublo provocó un pico de los préstamos en dólares. El nivel de dolarización declinó rápidamente luego de la crisis de 2008, probablemente señalando una menor voluntad de los NFC de aceptar el riesgo cambiario.

**Biografía** | A principios de los 90, Alexander defendió su disertación en Economía en el Instituto de Economía de la Academia de Ciencias de Rusia y recibió un diploma de la Escuela de Economía y Ciencia Política de Londres. Pasó los 10 años siguientes involucrado en trabajos de investigación en la Academia de Ciencias de Rusia. En el período de 1994 a 2005, Alexander trabajó como asesor económico senior en el Banco Mundial, especializándose en temas de macroeconomía, política fiscal, impuestos y administración de aduanas. Luego pasó al puesto de economista jefe para Rusia y los países de la CEI en HSBC Holding.

Desde septiembre de 2015, es Jefe del Departamento de Investigación y Previsiones del Banco de Rusia.

Alexander Morozov tiene múltiples publicaciones en revistas económicas rusas e internacionales, y una serie de estudios sobre economía y política fiscal.



## Lic. Marco Santiago Segovia Larrea | Banco Central del Ecuador

### “21 años de dolarización en Ecuador - Lecciones y perspectivas”

Jueves 4 de marzo de 2021 | 11:05 - 12:00 hs.

En el año 2000 y en medio de una crisis económica y social, el Ecuador se convirtió en la economía más grande que adoptó de manera oficial la dolarización como esquema monetario. Luego de 21 años, esta decisión, apoyada de manera importante por su población, ha transformado la economía nacional. El ancla monetaria que implicó este esquema redujo rápidamente la inflación, así como las tasas de interés y eliminó la posibilidad de que los gobiernos utilicen la emisión monetaria frente a problemas fiscales. La dolarización no fue la panacea, ya que ante la depreciación de las monedas de países vecinos o competidores, a nivel externo el Ecuador debió enfrentar dificultades en términos de competitividad. Sin embargo, la consecuente estabilidad en el nivel de precios, mejor crecimiento económico y solidez del sistema financiero junto a la mayor certidumbre para la planificación en el mediano y largo plazo, generaron confianza en la sociedad en relación a este esquema, además que permitió una mejor toma de decisiones de consumo e inversión, así como a nivel fiscal. Una preocupación permanente es la sostenibilidad de este régimen monetario lo cual debe realizarse mediante acertadas políticas económicas, entre ellas el manejo responsable y técnico de la liquidez, acciones que permitan mejorar la competitividad y ampliación del tejido productivo, pero principalmente una política fiscal que contribuya al crecimiento económico y un gasto fiscal sostenible en el tiempo.

**Biografía** | Maestro en Economía por el Instituto Tecnológico Autónomo de México y economista por la Pontificia Universidad Católica del Ecuador. Profesional con experiencia de más de 20 años en temas de macroeconomía, política económica, comercio exterior y negociaciones comerciales internacionales. Durante 10 años, se desempeñó como Coordinador de los 4 países andinos en el grupo de Políticas Macroeconómicas y Acceso a Mercados en Lima, en la Secretaría General de la Comunidad Andina. De igual manera formó parte del equipo de negociación para los acuerdos comerciales del país con EEUU, Unión Europea y Chile. Es funcionario del Banco Central del Ecuador por 17 años, habiendo trabajado en las áreas de estadística, investigación y política económica, en donde ha publicado varios artículos, los más recientes en relación al desempeño de la economía ecuatoriana en los 20 años de dolarización.



## Dr. Luis Antonio Molinas Sosa | Banco Central de Paraguay

### “Agregados Divisia y demanda de dinero en Paraguay”

Jueves 4 de marzo de 2021 | 12:05 - 13:00 hs.

Los agregados monetarios de Divisia han demostrado ser una herramienta muy útil para muchas aplicaciones. Por ejemplo, Barnett (1984) mostró que Divisia se favorecía sobre los agregados de suma simple para estimar la demanda de dinero; Belongia (1996) sostiene de manera convincente que las conclusiones sobre el efecto del dinero en la producción o su relación con el ciclo económico pueden cambiar drásticamente cuando se utilizan los agregados monetarios correctos; Keating et al (2019) encuentran que un agregado monetario amplio (Divisia M4) podría usarse como indicador de política monetaria para identificar shocks de política monetaria. Con la creciente evidencia a favor del uso de agregados de Divisia, varios bancos centrales han comenzado a usarlos junto con agregados de suma simple: la Reserva Federal de Saint Louis, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Israel, el Banco de Japón, el Banco Nacional de Polonia. Además, los índices Divisia se han calculado para más de 40 países, incluidos Perú, Brasil y Uruguay.

El presente estudio es una pequeña contribución a la creciente literatura sobre los agregados monetarios de Divisia. En este trabajo se calculan los índices de Divisia para el país de Paraguay. En particular, calculo los agregados monetarios de Divisia para las medidas M2 y M3. Como no existe una tasa de referencia para M1, no se calculan agregados de Divisia para esta medida. El objetivo es comparar el desempeño de Divisia frente a los agregados de suma simple para estimar la demanda de dinero. Para hacer esto, utilizo un modelo de corrección de errores vectoriales (VECM) y un modelo de corrección de errores (ECM) de Engle-Granger.

Los resultados de este estudio indican que existe evidencia a favor del uso de agregados monetarios de Divisia para estimar la demanda de dinero. Son más sensibles y su proceso de corrección es más rápido. En particular, Divisia M3 parece ser el mejor agregado después de las pruebas de autocorrelación, heterocedasticidad, normalidad y especificación del modelo. Sin embargo, el precio de costo del usuario y el diferencial de tipos de interés parecen no influir en el comportamiento de los agentes económicos. Los bajos niveles de bancarización pueden ser la razón de esto.

**Biografía** | Nacido en 1985, en Asunción, Paraguay. Es Licenciado, Master y Doctor en Economía de la Universidad de Kansas (2019). Actualmente trabaja en el Banco Central del Paraguay como investigador de tiempo completo (desde enero de 2020). Los campos de interés son las finanzas internacionales, la política monetaria y la previsión. Sus publicaciones incluyen “Tasas de cambio en los mercados emergentes de América Latina”, Cambridge, 2020.



## **Eduardo Corso** | Banco Central de la República Argentina

### **“Dolarización financiera en Argentina”**

Viernes 5 de marzo de 2021 | 10:10 - 11:00 hs.

El objetivo del documento es estudiar las principales características del proceso de dolarización de los activos del sector privado argentino y los desafíos que implica la generación de incentivos para su reversión.

Como punto de partida, nuestro análisis realiza una descripción de los cambios observados en las características de los principales activos utilizados como reserva de valor por las familias y firmas de la Argentina, a lo largo de un período de más de ochenta años de extensión.

A continuación, se caracterizan los procesos monetarios y financieros bajo los cuales se desarrollaron los mecanismos adaptativos que subyacen a esta transformación en las tenencias de activos.

Analizando los cambios observados en las series de retornos reales de las reservas de valor bajo los diversos regímenes monetarios y financieros mencionados, se argumenta que el sostenimiento en el tiempo de retornos nominales inferiores a la tasa de inflación, y la recurrencia de eventos disruptivos cambiarios, constituyen dos elementos de primer orden de importancia para comprender el proceso de dolarización financiera en Argentina.

Con el objeto de ilustrar el argumento, se utilizan enfoques convencionales de selección óptima de portafolio bajo esquemas de preferencias alternativas para computar demandas óptimas de reservas de valor, a partir de las distribuciones empíricas de los retornos reales.

Por último, se plantean los principales desafíos que implica emprender la reversión del proceso de dolarización en Argentina.

**Biografía** | Eduardo Corso es Licenciado y Doctor en economía de la Universidad de Buenos Aires. Se desempeñó como docente de Macroeconomía, Finanzas y Teoría Monetaria en la misma casa de estudios. Desarrolla su carrera profesional en el Banco Central desde 2008. Actualmente es Subgerente de Modelos Macro Financieros en la Gerencia Principal de Estudios Económicos de dicha institución. Su agenda de investigación se centra en el desarrollo de modelos macro financieros con objetivo de pronóstico. Es autor de numerosos artículos sobre las decisiones de ahorro en la Argentina, con énfasis en el estudio de la evolución histórica de las principales reservas de valor de ese país.



## Adrián Armas | Banco Central del Reserva del Perú

### “La dolarización y desdolarización en el Perú”

Viernes 5 de marzo de 2021 | 11:05 - 12:00 hs.

La presentación analiza el proceso de dolarización parcial experimentada en el Perú durante las últimas décadas; se lista también el conjunto de medidas puestas en marcha con los objetivos de potenciar la efectividad de la política monetaria en una economía donde coexisten dos monedas y propiciar, asimismo, la desdolarización financiera.

En la primera parte se detallarán las condiciones que dieron origen a la dolarización del Perú. Allí se aprecia que dicho fenómeno trasciende a sus causas en la medida que se ha registrado histéresis de la misma, dado que una vez revertidos los adversos condicionantes macroeconómicos, no se ha registrado una definitiva desdolarización.

En la segunda parte se describirán los riesgos y costos de la dolarización; en particular se desarrollan aquéllos vinculados con la dolarización financiera, la que persiste después de lograr la estabilidad económica en los noventas.

A continuación, hablaré de las condiciones para lograr la desdolarización, es decir, señalaré los elementos que se requieren para que ésta sea alcanzada de manera equilibrada. Luego expondré el conjunto de políticas (fiscales, monetarias y demás) que se implementaron en el Perú con el fin de reducir la dolarización.

**Biografía** | Adrián Armas es el Economista Jefe del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) desde 2005, excepto entre 2017 y 2018, cuando fue Director Ejecutivo en el FMI, representando a Argentina, Bolivia, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay en su Directorio. Ha desarrollado la mayor parte de su carrera (desde 1986) en el BCRP, donde antes fue Jefe de la División de Política Monetaria (1997-2005) y Jefe de la Sección de Programación Financiera (1995-1997). Contribuyó al diseño e implementación del esquema de metas inflacionarias de Perú y escribió artículos sobre este y otros temas de banca central para el FMI, BIS, Asociación de Economía de América Latina y el Caribe, y varios bancos centrales. Participó como Asesor en misiones de asistencia técnica del FMI para Mercados Monetarios y de Capitales entre 2007 y 2017. Fue docente de Econometría, Economía Internacional, Macroeconomía y Teoría Monetaria en varias universidades peruanas. Tiene una maestría en Economía Política de la Universidad de Boston (1992).