

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA, MANAGUA

UNAN - MANAGUA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DEPARTAMENTO DE CONTADURÍA PÚBLICA Y FINANZAS.



TESIS PARA OPTAR AL TÍTULO DE MASTER EN FINANZAS

TEMA:

**PROPUESTA DE UNA AGENDA PARA LA DESDOLARIZACIÓN
FINANCIERA EN LA ECONOMÍA DE NICARAGUA.**

AUTOR:

LIC. LUIS ENRIQUE CASTILBLANCO OLIVAS

TUTOR:

MSC. NÉSTOR AVENDAÑO CASTELLÓN

MANAGUA, NICARAGUA. 20 DE SEPTIEMBRE DEL AÑO 2019

i. Dedicatoria

A Dios, por el regalo de la vida, salud, sabiduría, fe, misericordia, paciencia, perseverancia y el entendimiento que me guiaron durante toda la maestría, logrando alcanzar esta meta profesional en mi vida.

A la Virgen María nuestra Madre Universal, por interceder ante su Hijo nuestro señor Jesucristo para brindarme una vida llena de aprendizaje, experiencia y alegrías en el logro de mis esfuerzos.

A la memoria de mis abuelitos, José María Olivas Sosa (Q.E.P.D) y Pastora de Mercedes Jarquín Chavarría (Q.E.P.D), por ser parte de mi formación personal, con su amor, motivación, la enseñanza de valores, principios, el carácter y legado de sus sabios consejos.

A mi Madre ejemplar, Aura Estela Olivas Jarquín por ser inspiración en mi vida, darme su apoyo incondicional, moral y espiritual, enseñarme a enfrentar las dificultades y superarlas, a luchar por mis aspiraciones profesionales, por estar siempre a mi lado y creer en mis sueños.

"9. Junto a ti está esa Sabiduría que conoce todas tus obras, que estaba contigo cuando hacías el mundo, que sabe lo que te agrada y está de acuerdo con tus mandamientos. 10. Haz que descienda desde el cielo donde todo es santo, envíala desde tu trono glorioso, para que esté a mi lado en mis trabajos y sepa lo que te gusta. 11. Porque ella todo lo conoce y lo comprende; ella me guiará con prudencia en todo lo que haga, y su majestad me protegerá: 12. Entonces te serán agradables mis obras, gobernaré a tu pueblo con justicia, y seré digno del trono de mi padre.". Sabiduría 9: 9 - 12

ii. Agradecimientos

A la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua (UNAN-Managua), el Recinto Universitario “Carlos Fonseca Amador” (RUCFA), por haberme dado la oportunidad de ingresar a la Maestría en Finanzas y su apoyo que ha sido vital para cumplir este gran sueño.

Al Msc. Néstor Avendaño Castellón, por brindarme su asesoría, compartir sus amplios conocimientos, experiencia, tiempo, paciencia y amistad, que han contribuido a mi formación profesional, a lo largo de la maestría en finanzas y en alcanzar nuestro propósito de finalizar una tesis que contribuya a futuros análisis que estén relacionados con investigaciones del ámbito económico, financiero y social de la dolarización y desdolarización de Nicaragua.

A los docentes de la Maestría en Finanzas, que me acompañaron durante este proceso de enseñanza y aprendizaje, brindándome siempre su orientación oportuna con profesionalismo ético en la adquisición de conocimientos y afianzando mi formación como estudiante de master.

A todas aquellas personas quienes de una u otra forma aportaron para el logro de esta meta, agradezco de forma sincera su valiosa colaboración.

iii. Carta Aval del Tutor

Managua, 22 de junio de 2017

Profesor
José Evenor Morales Garay
Coordinador de Post-Grado y Maestrías
Departamento de Contabilidad Pública y Finanzas
Su Despacho

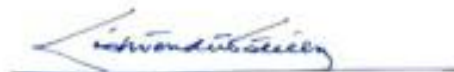
Estimado Profesor Morales Garay:

Me es grato informarle que el Lic. Luis Enrique Castilblanco Olivas, con cédula No. 161-091286-1000S, ha cumplido los requisitos técnicos en la elaboración de su tesis "PROPUESTA DE UNA AGENDA PARA LA DESDOLARIZACIÓN FINANCIERA EN LA ECONOMÍA DE NICARAGUA.", por lo cual avalo su presentación a la Coordinación que usted dirige.

No omito manifestarle que el suscrito fue el tutor del Lic. Luis Enrique Castilblanco Olivas en el proceso de investigación y conclusión de su tesis para optar al título de Master en Finanzas, que otorga la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua (UNAN) – Managua.

Agradeciendo su atención a la presente, le reitero las más distinguidas muestras de consideración y aprecio personales.

Atentamente,



Néstor Avendaño Castellón
Economista
Profesor de la UNAN-Managua

iv. Resumen

Esta tesis tiene el objetivo de proponer una agenda proactiva para iniciar una estrategia de desdolarización de la economía de Nicaragua, tomando como referencia la evolución de eventos económicos relacionados con el tema durante el período 1994 - 2015.

El proceso de investigación nos ha permitido presentar un escenario con el antecedente de la crisis hiperinflacionaria registrada en el período 1987 - 1991 y los factores que generaron la alta dolarización en Nicaragua; asimismo, se hace una valoración de la adopción del tipo de cambio que prevalece, conteniendo un análisis de los resultados estadísticos que ha generado la dolarización en la macroeconomía y microeconomía de Nicaragua.

El análisis presentado, es un trabajo estrictamente académico y refleja los hallazgos generados a partir de las fuentes de investigación internas y externas, particularmente las internas como la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF), el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y el Banco Central de Nicaragua (BCN), donde sus estadísticas determinan que a partir de la alta dolarización se recuperó la confianza en el Sistema Financiero Nacional (SFN).

En último lugar, esta tesis procura poner a consideración del lector una agenda para fortalecer la moneda nicaragüense, si es que como consecuencia de circunstancias completamente ajenas a la voluntad y al criterio del autor, se produjeran acciones encaminadas a desarrollar un proceso de reducir la excesiva dolarización financiera extraoficial observada de forma gradual y sostenida en Nicaragua.

Contenido

i. Dedicatoria	i
ii. Agradecimientos	ii
iii. Carta Aval del Tutor	iii
iv. Resumen	iv
I. Introducción	1
1.1 Antecedentes	4
1.1.1 Antecedentes Teóricos.	4
1.1.1.1 <i>Teoría del Dinero.</i>	4
1.1.1.2 <i>Las Funciones del Dinero.</i>	8
1.1.1.3 <i>Teoría Cambiaria.</i>	14
1.1.2 Antecedentes de Campo.	15
1.1.2.1 <i>Antecedentes Nacionales.</i>	16
1.1.2.2 <i>Antecedentes Internacionales.</i>	16
1.2 Justificación	18
1.3 Planteamiento del Problema	20
1.4 Formulación del Problema	22
II. Objetivos	23
2.1 Objetivo General	23
2.2 Objetivos Específicos	23
III. Marco Teórico	24
3.1 Generalidades de las Finanzas	24
3.1.1 Definición de las Finanzas.	24
3.1.2 Origen y Evolución de las Finanzas.	25
3.1.3 Relación de las Finanzas con Otras Ciencias.	30
3.2 La Globalización y el Proceso de Dolarización	32
3.2.1 La Globalización Exige un Gobierno más Eficaz.	34
3.2.2 La Dolarización.	36
3.2.2.1 <i>Coefficiente de Dolarización en Nicaragua.</i>	43
3.3 Casos seleccionados de procesos de dolarización y desdolarización	45
3.3.1 El Caso de Chile.	45
3.3.2 El Caso de Polonia.	51
3.3.3 Los Casos Peruano y Boliviano de la Década de 1980 – 1990.	53
3.3.4 El Caso de República Dominicana.	56
3.3.5 El Caso de Liberia.	59
3.3.6 El Caso de El Salvador.	61
3.3.7 El Caso de Argentina.	62
3.3.8 Función del Sistema Financiero Nicaragüense y del Banco Central de Nicaragua (BCN).	64
3.3.9 Política cambiaria del BCN y el régimen cambiario “Crawling Peg”... ..	69
3.3.9.1 <i>El Régimen Cambiario “Crawling Peg” en Nicaragua.</i>	69
IV. Preguntas Directrices	71
4.1 Planteamiento general	71
4.2 Planteamiento específico	71
V. Operacionalización de variables	72

VI. Diseño metodológico.....	73
6.1 Enfoque	73
6.2 Tipo.....	73
6.3 Métodos	73
6.4 Técnicas.....	74
6.5 Delimitación temporal	74
6.6 Delimitación espacial	74
VII. Análisis de Resultados.....	75
7.1 La Dolarización Financiera Extraoficial de la Economía de Nicaragua.....	75
7.1.1 El Mecanismo de Indexación de Precios de Córdobas a Dólares en Nicaragua.	76
7.1.2 La importancia de las tres monedas que circulan en Nicaragua.	80
7.1.3 Dolarización Financiera Extraoficial en Nicaragua.....	82
7.1.3.1 <i>Razones de Dolarización Financiera en Centroamérica.</i>	84
7.1.3.2 <i>La Dolarización de las Transacciones en Nicaragua.</i>	87
7.2 Análisis Macroeconómico de Nicaragua 1994 - 2015.....	91
7.2.1 Inversión Gubernamental y Presupuesto Nacional.	91
7.2.2 Perdidas del Banco Central de Nicaragua.	92
7.2.3 El Déficit Fiscal de Nicaragua.....	92
7.2.4 El Déficit Comercial de la Balanza de Pagos de Nicaragua.	94
7.2.5 El Déficit de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Nicaragua.	95
7.2.6 El Flujo de Remesas Familiares.....	96
7.2.7 El Flujo de Inversión Extranjera Directa.	97
7.2.8 La Deuda Pública de Nicaragua.	98
7.2.9 Las Reservas Internacionales Brutas.	100
7.2.10 La Inflación de Nicaragua.....	101
7.2.11 La Volatilidad del Tipo de Cambio de Nicaragua.	102
7.3 El Rol de las Políticas Económicas y Financieras en el Proceso de Desdolarización del Sistema Financiero de Nicaragua.	103
7.3.1 Características Financieras del Sistema Financiero de Nicaragua. ...	106
7.3.1.1 <i>Depósitos y Créditos Bancarios al Sector Privado.</i>	112
7.3.2 El Rol de la Política Monetaria.....	116
7.3.3 El Rol de la Política Cambiaria.	119
7.3.4 El Rol de la Política Fiscal.....	121
7.3.5 El Rol de la Política Financiera y Normas Prudenciales.	123
7.3.6 Implementación de una Agenda para la Desdolarización en Nicaragua.	128
7.4 El Costo Social de la Dolarización Financiera Extraoficial en Nicaragua.....	131
VIII. Conclusiones.....	135
IX. Referencias	139

I. Introducción

Esta tesis aporta evidencias empíricas que ayuden a entender las causas del proceso de sustitución de monedas en el sistema financiero de Nicaragua, mostrando que, en las últimas dos décadas, no existieron incentivos financieros que indujeran a los nicaragüenses a mantener mayores niveles de su inversión de activos líquidos en moneda nacional. En este sentido, el origen de la dolarización en 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 y servicios, el mercado de capital, el mercado de trabajo o en el sistema financiero.

Durante las décadas de 1970 y 1980, diversos países latinoamericanos experimentaron procesos graduales de dolarización, en su evolución el dólar fue sustituyendo a las monedas nacionales en el desempeño de las funciones monetarias. En cuanto al proceso de dolarización experimentado por las economías de Centroamérica y la República Dominicana 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.

En general, un contexto como el de los últimos años, caracterizado por la globalización de la actividad económica y la perfecta movilidad de los capitales y las mercancías, es necesario identificar la evolución de los principales indicadores macroeconómicos, ya que las crisis financieras y cambiarias, en las últimas dos décadas sacudieron a los mercados internacionales, especialmente a las economías en desarrollo, han reabierto el debate sobre la mayor o menor conveniencia de las diferentes políticas financieras existentes.

Es por ello que la devaluación de la moneda local 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.

El enfoque de esta tesis, abarca un análisis de la relevancia que tiene la dolarización financiera extraoficial en el desempeño de la economía del país y principalmente el Sistema Financiero Nacional; durante el período 1994 - 2015, basado en análisis documental, de datos estadísticos históricos, relacionados con los principales indicadores macroeconómicos y financieros de Nicaragua, el análisis de razones y coeficientes de dolarización, leyes económicas y financieras, experiencias internacionales en procesos de dolarización y desdolarización; y los diversos aspectos relacionados a la investigación, que lleven a definir las acciones que deberá emprender la administración pública para iniciar un proceso de desdolarización que contribuya al desarrollo económico, financiero y social del país.

Este trabajo de investigación, con base en las consideraciones expuestas anteriormente, se ha estructurado de forma que refleje claramente los objetivos en alcanzar, por lo que estará compuesto de nueve capítulos, el primer capítulo define en términos generales el problema del estudio, el planteamiento del problema y por qué se está realizando esta investigación. El segundo capítulo comprende los objetivos que queremos lograr tanto el general como los específicos, el tercer capítulo inicia presentando los fundamentos teóricos y muestra aspectos de

los diferentes conceptos que se consideran básicos para poder determinar la estructura del documento.

En el cuarto Capítulo, se define las preguntas directrices que influyen en la propuesta de una agenda para la desdolarización financiera en la economía de Nicaragua, seguido en el quinto capítulo, se establece la determinación de las variables de este estudio. En el sexto Capítulo se explican los aspectos metodológicos que permitieron llevar a buen término la investigación y alcanzar los objetivos planteados.

En el séptimo Capítulo se presenta los resultados obtenidos en la investigación, a través de la identificación de la evolución macroeconómica de Nicaragua, el proceso de dolarización financiera en el país y la importancia de su análisis, para establecer las condiciones necesarias de la desdolarización financiera en el largo plazo.

Finalmente, el octavo capítulo comprende las conclusiones con los resultados y hallazgos más importantes, resaltando los motivos detrás de un esfuerzo por la desdolarización financiera de nuestra economía, que son de vital importancia para la toma de decisiones del Sistema Financiero Nacional y por tanto del Sector Privado. En el capítulo nueve, se presenta la bibliografía del trabajo investigativo, con las fuentes de información utilizadas en el desarrollo teórico y práctico.

1.1 Antecedentes

1.1.1 Antecedentes Teóricos.

1.1.1.1 Teoría del Dinero.

Desde tiempos remotos el hombre ideó sistemas para dar valor a las cosas y poder intercambiarlas, primero se utilizó el trueque, después el intercambio y luego surgió el dinero. Históricamente, la confianza en los medios utilizados para realizar transacciones siempre estuvo presente, según Sachs y Larraín (2002), en la isla Yap situada en el océano Pacífico, los habitantes utilizaban discos de piedra para realizar los intercambios comerciales y el valor del disco dependía del tamaño. Por esta razón, algunos discos eran tan grandes que su movilización estaba imposibilitada, sin embargo, la confianza entre ellos era suficiente para saber a quién le pertenecía el disco y para determinar el valor que tenía. Ver tabla 1.

Tabla 1
Primeros Tipos de Dinero

País	Tipo de Moneda
China	Arroz y pequeños utensilios
Papúa-Nueva Guinea	Dientes de perro
Ghana	Guijarros de cuarzo
Hong Kong	Fichas de juegos
India	Conchas de cauri
Tíbet	Discos metálicos
Isla Yap	Discos de piedra caliza

Fuente: Elaboración Propia.

Según Sachs y Larrain (2002), el dinero metálico apareció alrededor del año 2000 a.C. sin embargo, no hay un acuerdo sobre dónde y cuándo se empezaron a emitir las primeras monedas, según Jack Weatherford (1997) fueron los lidios quienes lo hicieron durante los años 640 a.C. y 630 a.C. mientras que otros autores les atribuyen este avance a los griegos durante el siglo VII a.C. Como se ha mencionado, se estima que las primeras monedas que se conocen, se acuñaron en Lidia, territorio de Asia Menor, la actual Turquía en el Siglo VII A. de C., eran de electro aleación natural de oro y plata, ya que para todos los pueblos el oro era el metal más valioso seguido de la plata, patrón que se trasladó a la fabricación del dinero. Los griegos tomaron la enseñanza asiática y también ocuparon al oro como moneda.

Por su parte, el oro, tuvo un uso más difundido en comparación con otros metales y fue usado como medio de cambio desde la antigüedad. Entre las razones que explican esta realidad están:

1. La belleza de este metal.
2. Su distribución universal, la facilidad de manipulación y obtención en arroyos de los ríos de todo el mundo.

Según lo menciona Kemmerer (1959), el oro inicialmente fue usado como moneda en forma de “pepitas”. Los orígenes de uso como medio de cambio se sitúan en Asia menor y posteriormente en gran parte de Europa, donde se lo intercambiaba en estado puro y casi puro.

El dinero ha cambiado en forma a lo largo del tiempo, como se ha dicho, pasó de ser un objeto cualquiera a una moneda y posteriormente, los billetes complementaron la eficiencia en la

realización de las transacciones y la complejidad de las distintas economías, culminando con la creación de un sistema monetario internacional bajo la adopción del Patrón Oro. En este esquema, la disciplina y el respaldo monetario en oro era algo obligatorio y estaría garantizado hasta 1914, año en que inicia la Primera Guerra Mundial. La financiación de déficits de balanza de pagos y de guerras, derivó en su ruptura y posterior abolición.

Entre 1919 y 1945, período conocido como “entre-guerras”, la economía mundial vivió bajo un esquema en el que las garantías no se cumplían, había más circulante del que podía ser respaldado y los países involucrados en la Primera y Segunda Guerra Mundial, debían destinar fuertes cantidades de dinero a la reconstrucción de sus países. Sin embargo, precisamente en 1944 nacería bajo un acuerdo el sistema monetario internacional de Bretton Woods.

Conjuntamente con este sistema fueron establecidos el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). La economía global necesitaba de un nuevo orden, para lo cual se acordó fijar un sistema de paridad oro-dólar estadounidense convertible a un precio de US\$35.0 la onza (el banco emisor de Estados Unidos estaba por consiguiente obligado a comprar y vender el dólar a esa cotización). En esta situación, la economía mundial cambió y los países fueron obligados a mantener reservas en dólares de Estados Unidos con el objetivo de cumplir con los preceptos de Bretton Woods.

El objetivo de este sistema era evitar los problemas comerciales, corregir los desbalances globales y promover relaciones comerciales multilaterales alrededor de todo el mundo. Sin embargo, el manejo y administración incorrectos de las finanzas públicas de Estados Unidos, que

sumado al financiamiento de la guerra de Corea y Vietnam, resultó en la eliminación de la convertibilidad definida en Bretton Woods.

Finalmente, en 1971 los Estados Unidos declararon la imposibilidad de la convertibilidad del oro al dólar abandonándose así la tasa de US\$35.0 por onza.

A pesar de los esfuerzos que se hicieron por mantener los preceptos de Bretton Woods, su deterioro fue inevitable a raíz de la declaratoria de inconvertibilidad realizada por Estados Unidos en 1971. De ahí en adelante, cada país ha definido su propio camino y la emisión se ha caracterizado por ser prácticamente carente de respaldo en dólares estadounidenses o en oro. Ver tabla 2.

Tabla 2

Regímenes de tipo de cambio a nivel mundial 1880-2000

Año	Tipo de Cambio
1880-1914	Especie: Patrón Oro (bimetalismo, plata); uniones monetarias, cajas de conversión, flotación.
1919-1945	Patrón de cambios oro, flotación, flotación manejada, unión monetaria, flotación pura.
1946-1971	Bretton Woods: paridad ajustable, flotación, flotación dual y múltiple.
1973-2000	Libre flotación, flotación manejada, paridad ajustable, mini devaluaciones, canasta de monedas, bandas cambiarias, tipo de cambio fijo, unión monetaria, caja de conversión.

Fuente: Bordo, M. (2003). Exchange rate regime choice in historical perspective, IMF Working Papers, 3(160), p. 14.

En la actualidad, el dinero se basa en un sistema fiduciario, el cual no tiene ningún valor intrínseco, ya que se establece como dinero por decreto. Aunque el dinero fiduciario es lo normal en la mayoría de las economías actuales, históricamente la mayor parte de las sociedades

utilizaban como dinero una mercancía que tenía algún valor intrínseco. Por tal razón, el dinero fiduciario se basa en la simple creencia de que la moneda de cada país merece ser usada a pesar de no gozar de las garantías que sí poseía en el pasado.

Por lo expresado, la principal forma de generar confianza reposa en la capacidad de mantener una economía estable. De todas las variables económicas, la más estudiada y analizada es la inflación. Las personas logran percibir que una economía está bien encaminada o estable, si su ingreso les permite adquirir la misma o mayor cantidad de bienes con el paso del tiempo. Esta posibilidad se denomina poder adquisitivo y es uno de los principales indicadores de la estabilidad económica de un país.

1.1.1.2 Las Funciones del Dinero.

En la época de los griegos, fue Aristóteles quien logró definir por primera vez en la historia las funciones del dinero, señaló las características que debía tener el dinero y estas eran:

- 1.** Escaso
- 2.** Duradero
- 3.** Homogéneo
- 4.** Divisible
- 5.** Fácil de transportar y almacenar
- 6.** Difícil de falsificar

Para Martínez J. (2002), este filósofo consideraba que el dinero permitía el intercambio de medios, era unidad y reserva de valor. Defiende sus características de la siguiente forma:

- 1. Intercambio de medios:** entendido como un elemento que permite la ejecución del intercambio de mercancías. A la entrega del dinero, tanto la parte compradora como la vendedora reciben lo que buscan.
- 2. Unidad de valor:** por ser el catalizador del comercio, las mercancías se representan en equivalencias monetarias.
- 3. Reserva de valor:** el dinero no pierde su valor en el tiempo, lo que permite la acumulación.

A pesar de la acertada definición que Aristóteles aportó sobre las funciones del dinero. Fue Karl Marx, filósofo alemán de origen judío, quien desarrolló un sólido planteamiento teórico sobre el dinero en su más influyente y reconocida obra “El Capital”. En esta obra también participó como colaborador el filósofo alemán Friedrich Engels en 1887 (tomo 1), 1885 (tomo 2) y 1894 (tomo 3). La primera edición en español se publicaría en 1946.

La teoría marxista sobre el dinero centra su atención en cómo éste interactúa en las economías respaldando transacciones y en cómo una variación de la cantidad de dinero podría tener efectos en los agentes económicos. Para la época (siglo XIX), Marx logró definir cinco funciones del dinero:

1. Medida de valores

La teoría de Marx, K. (1959) considera el oro, la mercancía que se entiende como dinero, por sus cualidades específicas, es considerado como la mercancía-dinero o como el ideal de dinero.

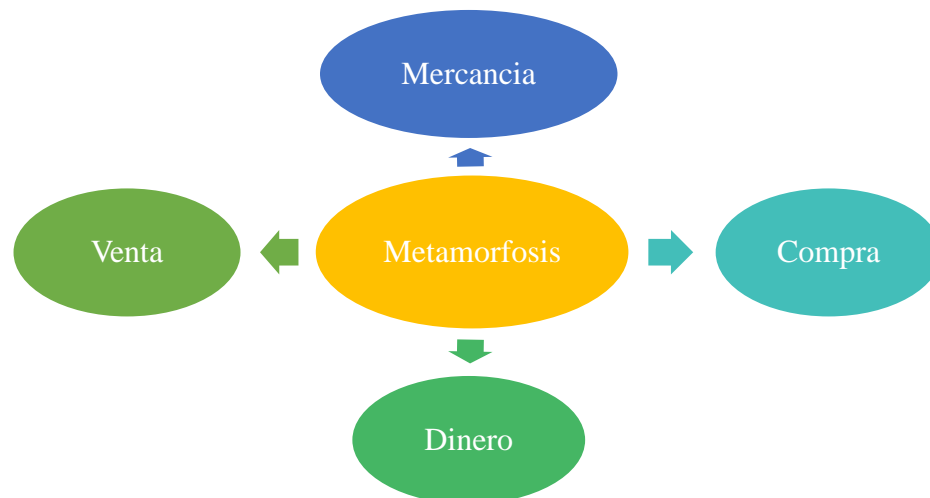
2. Medio de circulación

Desde la concepción analítica de Marx, el dinero pasa por una transformación, por un cambio de forma y es este constante cambio el que lo lleva a ser un medio de circulación, los cuales se describen a continuación:

a. La metamorfosis de las mercancías

Tal como se muestra en la figura 1, la metamorfosis de las mercancías no es más que el cambio de forma que se da entre mercancía y dinero.

Figura 1. Metamorfosis de las mercancías.



Fuente: Elaboración propia con datos de Marx, Karl (1946), El Capital (2ª ed.)

La transformación o cambio del dinero por mercancía (D - M) representa al mismo tiempo la metamorfosis inicial de otra mercancía (M - D) y dado que en cada transacción que se realiza es esto lo que sucede, lo que se tiene es un ciclo que está en constante compra-venta.

b. El curso del dinero

Una vez que el dinero sale de las manos de quien realiza la compra, éste únicamente retornará a su propiedad una vez que haya sido realizada la venta. El dinero se desplaza y circula con las mercancías, razón por la cual Marx, K. (1959) señala que su circulación es el resultado del movimiento del dinero en la economía. El curso del dinero implica que la moneda cumpla con su función de ser medio de circulación. No obstante, es importante resaltar y enfatizar que esta propiedad estará determinada por la confianza que los agentes entreguen a su moneda para que ésta sea utilizada en el intercambio comercial.

c. Moneda: signo de valor

Según Marx, K. (1959) de acuerdo a la historia monetaria de la edad media y de los tiempos modernos hasta llegar al siglo XVIII, se habían encontrado problemas de disociación entre el oro en su forma moneda y su equivalente como patrón de precios. Este problema se debía al desgaste que las monedas tenían por el constante uso que se les daba y llegado un momento, su peso ya no era el mismo y a pesar de representar un valor, éste difería del peso que personificaba.

Para evitar estos constantes problemas, se empleó el uso de monedas de plata o cobre para las transacciones de mayor concurrencia. De esta manera, estas nuevas monedas empezaron a ser respaldadas por una cantidad de oro específica según correspondía. No obstante, el inconveniente fue aún mayor según cuenta Marx, K. (1959), puesto que, para la época, estas nuevas monedas se desgastaban aún más rápido que el oro. Para solucionar esto, nació el papel moneda también denominado billete.

El papel moneda no es más que una representación de un valor en oro. Es un signo que identifica una cantidad y que para estar totalmente respaldado deberá tener garantías estatales. Es el Estado quien deberá emitir la moneda con un estampado especial, característico, que asegure la pertenencia a algún espacio geográfico y la plena convertibilidad, que para siglos atrás, estaba entendida como oro respaldado. Marx, K (1959) también agrega que los problemas que se deriven de una excesiva cantidad de billetes que no representen la cantidad total de monedas, pondrán en riesgo la confianza entregada de manera general, pero, aun así, seguirán siendo signos de valor.

3. Atesoramiento

Por otro lado, es importante entender cuál debería ser el accionar ideal del dinero como reserva de valor. Según Marx, K. (1959), el atesoramiento ocurre cuando se cortan o paralizan las continuas metamorfosis que el dinero supone seguir para cumplir con su función de medio de circulación, tan pronto como la venta no se complementa con la compra que normalmente la sigue.

La principal función que cumple el atesoramiento es la de regular la cantidad de masa monetaria en circulación. Entendido como ahorro, el atesoramiento es capaz de manipular el comportamiento de la economía a través de velocidad de circulación del dinero, precio general de las mercancías y cantidad de dinero en circulación.

4. Medio de pago

Además de actuar como medida de valor, el dinero es “medio ideal de compra”, Marx, K. (1959) pues es éste el elemento que completa o efectiviza la realización de una transacción. Sin embargo, muchas veces el dinero no entra en circulación directa, deberá pasar un plazo para que finalmente quien vendió la mercancía reciba el dinero pactado, mientras tanto, el dinero en promesa de entrega actúa como medio de pago o crédito.

5. Dinero mundial

Según Marx, K. (1959), las manifestaciones de signo de valor de las distintas naciones se reducen al metal último que representan cuando se las utiliza en el contexto mundial. Es decir, las monedas locales ya no gozarán de una aceptación general en el ámbito mundial. Es en el comercio internacional que las transacciones se deben realizar utilizando el factor común que reina entre todas las monedas locales: los metales preciosos. De acuerdo al contexto histórico, el oro ha operado como mercancía-dinero y por tanto como “medio general de pago, como medio general de compra y como materialización social absoluta de la riqueza en general (Universal Wealth)”.

1.1.1.3 Teoría Cambiaria.

Dentro de los complementos teóricos que giran en torno al dinero, surge la concepción de los elementos cambiarios. En otras palabras, las distintas formas de representación del dinero, llamadas monedas, guardan relaciones e interdependencia a nivel mundial. Dichas relaciones de valores y cotizaciones pueden ser entendidas a través del tipo de cambio nominal.

Formalmente, según Dornbusch R., Fischer S. y Startz R. (2002), el tipo de cambio nominal “mide el valor de mercado de una moneda nacional en relación con otra moneda”.

La estabilidad de una economía, depende en gran medida de la estabilidad que mantenga su tipo de cambio y dicha estabilidad cambiaria, también depende en gran medida del manejo que las autoridades económicas le entreguen a herramientas e instrumentos monetarios.

En este sentido, es importante conocer las distintas formas que el tipo de cambio puede tomar como resultado de las decisiones de dichas autoridades en el camino por generar estabilidad y crecimiento, como son:

- 1. Tipo de cambio fijo:** involucra el establecimiento de una tasa de conversión constante entre moneda local y extranjera. Para mantenerla, se acepta la intervención del Banco Central. En otras palabras, en un sistema de tipos de cambio fijos, los bancos centrales extranjeros están dispuestos a comprar y vender sus monedas a un precio fijado en alguna otra. Según Dornbusch, R. (2002) la intervención es entendida como la compra o la venta de divisas.

2. **Tipo de cambio flotante:** la tasa cambiaria toma su valor en el mercado de divisas sin la intervención del Banco Central. Es decir, según Dornbusch, R. (2002), los bancos centrales permiten que el tipo de cambio se ajuste para igualar la oferta y demanda de divisas.
3. **Fluctuación limpia:** involucra una intervención nula de los bancos centrales, de tal manera que los tipos de cambio se determinan libremente en los mercados de divisas. Por esta razón Dornbusch, R. (2002), plantea que, en un sistema de este tipo, las transacciones oficiales de reservas son nulas. Eso significa que la balanza de pagos es cero en un sistema de fluctuación limpia: los tipos de cambio se ajustan para que la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital sea cero.
4. **Fluctuación sucia o dirigida:** a diferencia de la fluctuación limpia, en este caso los bancos centrales sí intervienen en el mercado comprando o vendiendo divisas con el propósito de alterar el valor del tipo de cambio. Dornbusch, R. (2002), señala que en este sistema las transacciones oficiales de reservas no son nulas.
5. **Tipo de cambio real:** se entiende como el precio de los bienes de un país extranjero, en términos de bienes locales. Con este indicador, según Sachs y Larraín (2002), se puede comparar competitividad de precios relativos.

1.1.2 Antecedentes de Campo.

Con la finalidad de profundizar, ampliar y orientar el análisis comparativo de la evolución de eventos económicos relacionados con el tema durante el período 1994 – 2015, se efectuó una revisión de varias tesis nacionales e internacionales, encontrándose las siguientes:

1.1.2.1 Antecedentes Nacionales.

En Nicaragua no se han identificado tesis de maestría respecto a la desdolarización de la economía de Nicaragua y la implementación de una agenda para el proceso de desdolarización.

1.1.2.2 Antecedentes Internacionales.

Martínez, J. y Vanegas, A. (2011), en su tesis para obtener el grado de Magíster en Administración Bancaria y Finanzas en la Universidad San Francisco de Quito, titulada **“Propuesta de marco financiero legal que reduzca los impactos negativos sobre la economía ecuatoriana ante un posible proceso de desdolarización”**, la cual tenía como objetivo general proporcionar una vía de escape para que de darse una eventual desdolarización en el Ecuador, ofrecer herramientas de política económica, monetaria, y legal, para que esta transición y posterior manejo de la o las unidades monetarias sean efectivas reservas de valor y que se mantengan a lo largo del tiempo, soportando el desarrollo y crecimiento sostenido, y que permita estabilidad social, progreso y desarrollo armónico de todos los habitantes del Ecuador sin distinción de género, condición social, política, racial o económica.

El aporte de dicha investigación consiste en resaltar la importancia de realizar un análisis permitiendo presentar un escenario como antecedente de la crisis de 1999 y los factores que a criterio de los autores generaron la dolarización en la República del Ecuador, asimismo hace una valoración académica de lo que significa en el mercado internacional el tipo de cambio con sus ventajas y sus desventajas. Además, contiene un análisis estadístico de la estabilidad que ha

generado en la macroeconomía y en la microeconomía ecuatoriana el sistema dolarizado, también aspectos de las limitaciones en general del Banco Central del Ecuador cuyo rol cambiaron considerablemente en los años siguientes. Al mes de agosto del año 2010, se concluyó que era poco probable que un escenario (desdolarización) de esta naturaleza se produzca, porque todos los elementos que componen la actividad económica financiera, pública y privada del Ecuador, ofrecían un escenario apropiado para la dolarización.

1.2 Justificación

En el contexto histórico de Nicaragua, es difícil pensar en incentivos de la economía política suficientemente fuertes, donde puedan surgir en un futuro próximo programas explícitos diseñados para reducir activamente la dolarización financiera extraoficial en el país.

El presente trabajo investigativo, es realizado principalmente por la necesidad de analizar aquellos aspectos positivos o negativos, que se han presentado a través de la apertura del país en una economía globalizada, y cuya principal consecuencia, es la dolarización financiera extraoficial. Asimismo, este análisis abarca el impacto que genera en los principales indicadores macroeconómicos del país, trasladados a la economía real y por consiguiente en el bienestar de la población.

La existencia de una relación directa, entre la relativa estabilidad económica que presenta el país y el alto grado de dolarización, permitiría suponer que el inicio de un proceso desdolarización ocasionaría desconcierto a nivel político, económico, financiero y social en el país, por lo cual es importante un análisis integral sobre este tema a la fecha de elaboración de esta tesis.

Por lo tanto, el comprender a cabalidad la influencia del dólar estadounidense en el desempeño macroeconómico de Nicaragua y particularmente en el Sistema Financiero Nacional, son elementos que deben ser abordados y ampliamente estudiados previo a la toma de decisiones de políticas económicas y financieras que introduzcan cambios en la actual dolarización

financiera extraoficial y pongan en peligro la estabilidad de Nicaragua, logrando provocar sobre todo una perturbación financiera y política en el país.

El autor propone la idea de una agenda de desdolarización para influir de forma considerable en el desarrollo económico, financiero y social de Nicaragua. Además, servirá como punto de partida para futuros análisis de estudiantes universitarios de pregrado y posgrado, docentes y profesionales, que estén relacionados con investigaciones del ámbito económico, financiero y el costo social de la dolarización en Nicaragua.

1.3 Planteamiento del Problema

En la dolarización financiera extraoficial observada en el país, los agentes económicos dan uso a la moneda nacional “el córdoba nicaragüense” sustituyéndola en la mayoría de las transacciones por el dólar norteamericano, pasando a desempeñar las funciones tradicionales de medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor.

En el caso de Nicaragua, el país se fue dolarizando desde los años noventa por la devaluación persistente de la moneda oficial, debido a elementos principalmente relacionados con inestabilidad política y al impacto de los choques externos.

Dado que, a mayor devaluación de la moneda, mayor inflación, pérdida del poder adquisitivo y problemas en la efectividad de políticas económicas y financieras, la dolarización financiera extraoficial ofrece principalmente una protección contra la inflación y, acompañada de una cláusula de mantenimiento de valor, disminuye riesgos financieros relacionados con pánicos bancarios.

Este proceso de la dolarización financiera ha estado creciendo no solo en Nicaragua, sino también en varios países latinoamericanos a través del tiempo, a pesar de una importante reducción en la inflación y un cambio hacia la consolidación fiscal y la independencia del Banco Central.

En Nicaragua con la flexibilización de préstamos en dólares, el crecimiento del volumen de estos en los últimos 20 años es significativo, lo que ha desequilibrado la relación entre la moneda estadounidense y el córdoba nicaragüense, por consiguiente, Nicaragua estaría más cerca de una dolarización oficial de la economía. Por tanto, iniciar un proceso de desdolarización en una economía altamente dolarizada extraoficialmente puede ser una tarea muy difícil y costosa.

Los resultados de esta tesis servirán de base para iniciar una agenda de desdolarización, ante la posibilidad de decidir implementar una estrategia, en la actual economía altamente dolarizada.

1.4 Formulación del Problema

¿Cuál sería la propuesta de una agenda de desdolarización que incluye los mecanismos financieros y legales que deben ser considerados, frente a una posible decisión de desdolarizar la economía nicaragüense, que garantice el desarrollo económico, financiero y social, tomando en cuenta el desempeño del país en el período 1994 - 2015?

II. Objetivos

2.1 Objetivo General

1. Analizar la desdolarización financiera en la economía de Nicaragua en el período 1994 - 2015.

2.2 Objetivos Específicos

1. Conocer las generalidades, origen y desarrollo del proceso de dolarización financiera en Nicaragua.
2. Identificar la evolución macroeconómica de Nicaragua durante el período 1994 - 2015.
3. Analizar el rol de las políticas económicas y financieras en la desdolarización del sistema financiero de Nicaragua para el período 1994 - 2015.
4. Presentar una propuesta de agenda de desdolarización financiera para Nicaragua.

III. Marco Teórico

3.1 Generalidades de las Finanzas

3.1.1 Definición de las Finanzas.

Las finanzas (del latín finis, “acabar” o “terminar”) son las actividades relacionadas con los flujos de capital y dinero entre individuos, empresas, o Estados. Por extensión, también se denomina finanzas al análisis de estas actividades como especialidad de la economía y la administración, es decir, a una rama de la economía que se dedica de forma general al estudio del dinero, y particularmente está relacionado con las transacciones y la administración del dinero en cuyo marco se estudia la obtención y gestión, por parte de una compañía, un individuo, o del propio Estado, de los fondos que necesita para cumplir sus objetivos, y de los criterios con que dispone de sus activos; en otras palabras, lo relativo a la obtención y gestión del dinero, así como de otros valores o sucedáneos del dinero, como lo son los títulos, los bonos, etc.

El origen del concepto de finanzas, se ubica en el área de la economía que estudia el funcionamiento de los mercados de dinero y capitales, las instituciones que operan en ellos, las políticas de captación de recursos, el valor del dinero en el tiempo y el coste del capital. En sus inicios el concepto de finanzas se entendía como economía empresarial, lo que en la actualidad se define como Microeconomía o las finanzas de la empresa.

Definición de Finanzas, Según Diversos Autores:

- Simón Andrade (2005), define el término finanzas de las siguientes maneras:

- a. Área de actividad económica en la cual el dinero es la base de las diversas realizaciones, sean éstas inversiones en bolsa, en inmuebles, empresas industriales, en construcción, desarrollo agrario, etc., y
 - b. Área de la economía en la que se estudia el funcionamiento de los mercados de capitales y la oferta y precio de los activos financieros.
-
- Según Bodie y Merton (2003), las finanzas “estudian la manera en que los recursos escasos se asignan a través del tiempo”.
 - Para Ferrel O. C. y Geoffrey Hirt (2004), el término finanzas se refiere a “todas las actividades relacionadas con la obtención de dinero y su uso eficaz”.

3.1.2 Origen y Evolución de las Finanzas.

El conocimiento financiero en su acepción más general, tiene sus raíces en la economía, pero orientado al manejo de la incertidumbre y el riesgo con miras a alcanzar un mayor valor agregado para la empresa y sus inversionistas. Según Flórez, L. (2008) desde su aparición a comienzos del siglo XX, ha pasado por una serie de enfoques que han orientado la estructuración actual de una disciplina autónoma, madura, y con un alto grado de solidez en cuanto tiene que ver con la correspondencia de muchos de sus modelos con la realidad, jugando un papel preponderante tanto para la interpretación de la realidad económica como para la toma de decisiones a nivel corporativo.

La evolución del conocimiento financiero, ha sido tratada por varios autores entre los cuales se destacan García Fierro (1990), Solomón (1964), Van Horne (1993), Weston y Copeland (1996), Emery y Finnerty (2000) quienes coinciden en desarrollar los enfoques descriptivo, tradicional y moderno para la comprensión del avance teórico de las finanzas, los cuales se describen a continuación:

1. Enfoque empírico o descriptivo

Surge con el nacimiento mismo de las finanzas empresariales y cubre un período que va desde finales del siglo XIX hasta 1920, se centra en el estudio de aspectos relacionados con la formación de nuevas empresas, la determinación de los costos de producción para calcular un nivel de ganancias que le permitiera al ente seguir operando en los mercados y lograr una expansión hacia el futuro, la recopilación de información sobre títulos e instituciones participantes en el mercado financiero, funciones operativas tales como: ingresos, desembolsos, protección y custodia de fondos y valores, preparación de nóminas, supervisión de operaciones, administración de bienes inmuebles e impuestos, negociación y contratación de seguros, teneduría de libros; generalmente ejercidos por el tesorero de la empresa.

2. Enfoque tradicional

El enfoque tradicional de las finanzas empresariales que va de 1920 a 1950, supone que la demanda de fondos, decisiones de inversión y gastos se toman en alguna parte de la organización

y le adscribe a la política financiera la mera tarea de determinar la mejor forma posible de obtener los fondos requeridos, de la combinación de las fuentes existentes.

Es así como surge una nueva orientación de las finanzas, utilizando las tendencias de la teoría económica, y mirando como central, el problema de la consecución de fondos, las decisiones de inversión y gastos, la liquidez y la solvencia empresarial, debido entre otros factores al notable crecimiento de la propiedad privada de acciones, el interés del público en las corporaciones después de la primera guerra mundial y la intrincada red de instituciones mediante las cuales se podían obtener los fondos requeridos. A partir de esta época, cuando el trabajo académico en administración de empresas y en finanzas creció a gran escala, se dedicó algún esfuerzo a la presupuestación de las actividades de corto y largo plazo, especialmente en lo relacionado con el presupuesto de capital, el establecimiento del costo de capital, llegándose al estudio del valor de mercado de la empresa y a un intento por unificar las decisiones financieras alrededor de este último concepto.

Pioneros de la teoría financiera en esta época, se encuentra la Teoría de Inversiones de Irving Fisher (1930), quien ya había perfilado las funciones básicas de los mercados de crédito para la actividad económica, expresamente como un modo de asignar recursos a través del tiempo.

En el desarrollo de sus teorías del dinero, John Maynard Keynes (1930, 1936), John Hicks (1934, 1935, 1939), Nicholas Kaldor (1939) y Jacob Marschak (1938) ya habían concebido la teoría de selección de cartera en la cual la incertidumbre jugó un papel importante. En cuanto se refiere a la actividad especulativa (la compra/venta temporal de bienes o activos

para reventa posterior), con su trabajo pionero sobre mercados de futuros, John Maynard Keynes (1923, 1930) y John Hicks (1939) argumentaron que el precio de un contrato de futuro para la entrega de una materia prima, estará generalmente por debajo del precio spot esperado de aquella materia (lo que Keynes llamó "la deportación normal"). Nicholas Kaldor (1939) analizó si la especulación influía en la estabilización de precios y, así, amplió considerablemente la teoría de preferencia de liquidez de Keynes.

John Burr Williams (1938) fue uno de los primeros economistas interesados en el tema de los mercados financieros y de cómo determinar el precio de los activos con su teoría sobre el valor de la inversión. Él argumentó que los precios de los activos financieros reflejan "el valor intrínseco" de un activo, el cual puede ser medido por la corriente descontada de futuros dividendos esperados del activo.

En su etapa superior (1945), el énfasis se centra en trabajar el problema del riesgo en las decisiones de inversión que conlleva al empleo de la matemática y la estadística, así como en el rendimiento para los accionistas, el apalancamiento operativo y financiero y la administración del capital de trabajo. De esta época es la obra del profesor Erich Schneider "inversión e interés", citado por García Suárez (2005), en la que se establece la metodología para el análisis de las inversiones y se esbozan los criterios de decisión financiera que conduzcan a la maximización del valor de la empresa en el mercado.

3. Enfoque moderno o moderna economía financiera

En las siguientes décadas (1950 a 1976), el interés por el desarrollo sistemático de las finanzas, fue estimulado por factores relacionados con el rápido desarrollo económico y tecnológico, presiones competitivas, y cambios en los mercados, que requerían un cuidadoso racionamiento de los fondos disponibles entre usos alternativos, lo que dio lugar a un sustancial avance en campos conexos como: la administración del capital de trabajo y los flujos de fondos, la asignación óptima de recursos, los rendimientos esperados, la medición y proyección de los costos de operación, la presupuestación de capitales, la formulación de la estrategia financiera de la empresa y la teoría de los mercados de capitales.

En esta época, se genera una profundización y crecimiento de los estudios del enfoque anterior, produciéndose un espectacular desarrollo científico de las finanzas, con múltiples investigaciones y estudios empíricos, imponiéndose la técnica matemática y estadística como instrumentos adecuados para el desarrollo de este campo disciplinar. Es así como se va cimentando la moderna teoría financiera a partir de dos ramas bien diferenciadas como son las finanzas de mercado y las finanzas corporativas, que en palabras de Merton H. Miller (citado por Azofra P, 2005) se denominan enfoque macronormativo (de los departamentos de economía) y enfoque micronormativo (de las escuelas de negocios) respectivamente.

3.1.3 Relación de las Finanzas con Otras Ciencias.

3.1.3.1 Las Finanzas y la Contabilidad.

La Administración Financiera se relaciona con la Contabilidad, ya que esta le suministra la información, a través de los Estados Financieros (Balance General, Estado de Resultado, Estado de la Posición financiera, entre otros). Además, las actividades financieras y contables se encuentran, casi siempre, bajo el control del vicepresidente de Finanzas.

3.1.3.2 Las Finanzas y la Economía.

Asimismo, la Administración Financiera se relaciona con la economía debido a la incorporación de ideas originadas en la Teoría económica. El Administrador Financiero debe conocer el marco económico y mantenerse alerta hacia las consecuencias de los niveles cambiantes de la actividad económica y los cambios en:

- La política económica
- Análisis de Oferta y Demanda
- Maximización de utilidades
- Teoría de los precios

El principio económico fundamental que se aplica en la Administración Financiera es el análisis marginal, según el cual deben ser adoptadas las decisiones y medidas financieras solo cuando los beneficios adicionales excedan los costos adicionales.

3.1.3.3 Relación de las Finanzas con la Macroeconomía.

Una empresa moderna debe funcionar dentro de un ambiente macroeconómico, es por ello, que el administrador financiero debe estar enterado del Sistema Institucional en el que se mueva; dentro de ella se encuentran las diferentes actividades económicas y los cambios en la política económica, todo esto con el fin de obtener el éxito financiero de la Empresa. Además, debe conocer la política monetaria y fiscal, así como las instituciones financieras y sus formas de operación para poder evaluar las fuentes de financiamiento.

3.1.3.4 Relación de las Finanzas con la Microeconomía.

La teoría microeconómica se ocupa de la operación eficiente de un negocio. Dentro de los conceptos a estudiar están:

- La oferta y la demanda
- Maximización de utilidades
- Medición del riesgo
- Determinación del valor de la Empresa
- Predomina sobre todo el análisis marginal.

Por otra parte, se relaciona con la Administración en que esta le proporciona las técnicas de evaluación, planeación y control necesario para lograr la mejor aceptación en las decisiones tomadas.

3.2 La Globalización y el Proceso de Dolarización

La globalización de los mercados ayuda a consolidar la nueva arquitectura financiera mundial. Es la integración más estrecha de los países y pueblos del mundo, producida por la enorme reducción de los costes de transporte y comunicación, el desmantelamiento de las barreras artificiales a los flujos de bienes, servicios, capitales, conocimiento y, en menor grado, personas a través de las fronteras; la cual es enérgicamente impulsada por las corporaciones internacionales que no sólo mueven el capital y los bienes a través de las fronteras, sino también la tecnología.

La globalización es el gran fenómeno económico de nuestra era, con oportunidades sin precedentes a las personas en todo el mundo, ofrece beneficios como:

- La expansión rápida de tecnologías avanzadas, como el internet y la telefonía móvil.
- Mayor eficacia competitiva.
- Reducción de costos.
- La reducción drástica de la pobreza en países de economía emergente.
- La necesidad de una economía mundial abierta e intercomunicada.

La globalización también ha creado problemas serios que necesitan ser abordados, tales como:

1. La evasión tributaria.

La globalización, ha aumentado el ámbito de la evasión fiscal, debido a la rápida proliferación de los paraísos fiscales en todo el mundo. Las empresas multinacionales tienen más oportunidades que antes para esquivar su porción justa y eficiente de impuestos.

2. La globalización ha creado perdedores y también ganadores.

En países de rentas altas, de manera destacada en Estados Unidos, Europa y Japón, los grandes perdedores son los trabajadores que carecen de formación para competir de manera eficaz con los trabajadores de bajos ingresos de países en desarrollo. Mientras millones han perdido sus empleos, aquellos que han mantenido sus puestos de trabajo, sus salarios se estancan o disminuyen. En este contexto se acentúa el empeoramiento de la distribución del ingreso.

3. La globalización también ha avivado el contagio.

La crisis financiera de 2008 y sus repercusiones por la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y causando, indirectamente, otros fenómenos económicos, como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles (como la crisis bursátil de enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008) y, en conjunto, una crisis económica a

escala internacional que comenzó en Wall Street, pero se extendió rápidamente por todo el mundo, lo que subraya la necesidad de una cooperación global en los ámbitos bancario y financiero.

3.2.1 La Globalización Exige un Gobierno más Eficaz.

3.2.1.1 La Liberalización Económica y el Estado.

La liberalización económica, pone de relieve la importancia del papel del Estado en lo que se refiere a gestionar el proceso de integración en la economía global, y a garantizar que dicha integración alcanza los objetivos sociales y económicos.

El papel del Estado incluye la provisión de los bienes públicos clásicos, con efectos secundarios positivos como la sanidad, la educación, la ley y el orden; la supervisión de los mercados y la corrección de sus deficiencias y fallos; la corrección de efectos colaterales negativos como la degradación medioambiental; la provisión de protección social y la salvaguarda de los más vulnerables; y la inversión en áreas de interés público en las que el sector privado no invierte. Estas funciones esenciales del Estado necesitan mantenerse en el contexto de la globalización.

En numerosas regiones del mundo, el problema reside en la debilidad de la acción del Estado en estas áreas y en la ausencia de expectativas realistas de que la oferta privada pueda llenar este vacío. Otro papel importante del Estado consiste en limitar el impacto de la

globalización sobre la desigualdad de ingresos mediante la tributación progresiva, las políticas salariales, los programas sociales y otros mecanismos.

3.2.1.2 Consolidación de las Capacidades Económicas.

La inversión y las políticas públicas también desempeñan un papel estratégico en el refuerzo de la capacidad nacional para lograr los beneficios de la integración en la economía global, y el reparto más equitativo de las ganancias.

Las asociaciones entre gobiernos y actores privados, empresas, sindicatos, organizaciones comunitarias y cooperativas, entre otros, constituyen medios eficaces para el desarrollo de cualificaciones, infraestructura, capacidades tecnológicas y de gestión, y marcos que proporcionen un entorno apropiado para la inversión privada (tanto nacional como extranjera) en las actividades productivas más dinámicas. Lo que la globalización necesita, por tanto, son políticas inteligentes de Gobierno como:

- Promover educación de calidad para garantizar que los jóvenes estén preparados para afrontar la competencia global.
- Aumentar la productividad mediante la construcción de modernas infraestructuras y la promoción de la ciencia y la tecnología.
- Cooperar a nivel mundial para regular los sectores de la economía, en particular los sectores relacionados con las finanzas y el medio ambiente, en que los problemas de un país pueden extenderse a otras partes del mundo.
- Combinar la prosperidad, con justicia social y sostenibilidad ambiental.

3.2.2 La Dolarización.

El término "dolarización" también se ha utilizado en la literatura para describir el fenómeno de sustitución monetaria, especialmente cuando se refiere a países latinoamericanos. De tal manera, mientras la dolarización oficial (o de derecho) se refiere al caso cuando un gobierno adopta una moneda foránea, en el cual la moneda extranjera es (por lo general exclusivo) de curso legal del país como decisión de política económica, la dolarización extraoficial (o de facto) se usa ampliamente para indicar el uso de divisa además de la moneda nacional cuando el primero no es la moneda de curso legal, es decir, cuando los agentes económicos mantienen moneda extranjera física o activos financieros o depósitos bancarios en esa denominación junto con la moneda nacional, generalmente como protección ante una inflación interna elevada o variable.

Según Levy Yeyati, E. (2006), suponiendo que la paridad descubierta de intereses se mantiene, y que la inflación se refleja en última instancia, en el tipo de cambio nominal, la inflación esperada debería fomentar la sustitución de monedas. La sustitución de activos depende de consideraciones de riesgo y retorno sobre activos nacionales y extranjeros, sino también en el marco regulatorio, lo que puede fomentar una o el otro tipo de inversión.

La fuerza motriz para la sustitución de la moneda y de activos, ha sido generalmente la inestabilidad económica y la elevada inflación. Según Balino T., Bennett A. y Borensztein E. (1999), en muchas economías emergentes que han experimentado hiperinflación, la dolarización llegó a ser muy grande, ya que el público buscaba aislamiento del coste de mantener activos en

moneda nacional. Un hecho interesante es que la inflación ha sido domesticada, pero la dolarización ha seguido aumentando en muchos países. Sólo unos pocos han logrado desdolarizar y, en general parcialmente.

De acuerdo a lo que señalan Erasmus, L., J. Leichter y J. Menkulasi, (2009), hay tres tipos de dolarización:

1. La dolarización financiera
2. La dolarización transaccional
3. La dolarización real.

En el caso particular se convierte el dólar casi en la moneda invencible, y cada día se agranda la distancia con otras monedas. Ver tabla 3.

Tabla 3

Clases y tipos de dolarización

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

Fuente: Elaboración Propia.

Asimismo, las experiencias de dolarización muestran combinaciones e intensidad para cada una de las diferentes categorías de dolarización:

- **Dolarización de pasivos:** los bancos tienen pasivos en moneda extranjera, en forma de depósitos de ahorristas.
- **Dolarización de activos:** los bancos otorgan créditos en moneda extranjera.

- **Dolarización real:** los contratos se denominan en moneda extranjera, aun cuando las transacciones se liquidan en moneda doméstica.
- **Dolarización de pagos:** incluso las transacciones se liquidan en moneda extranjera.

Siendo de esta manera la dolarización de pasivos la más habitual, y la dolarización real y de pagos como las formas más extremas de dolarización (Ecuador y El Salvador), también está Argentina en el período 1991 - 2001 que fue un caso de dolarización de pasivos y activos, aunque la dolarización real tuvo también un gran desarrollo.

Cada uno de estos tipos de dolarización se presenta de acuerdo al avance de la inestabilidad económica que viva un país. Es decir, largas trayectorias de inflación se derivan en dolarización financiera (de depósitos y créditos principalmente) y conforme se agrava la situación y las economías entran en crisis, poco a poco los agentes inician a transar en dólares (dolarización transaccional) y finalmente a fijar contratos, salarios y precios en moneda extranjera (dolarización real).

La inflación recurrente y elevada, es un factor determinante de los procesos de dolarización. Para explicar mejor porqué la dolarización o sustitución monetaria presenta estas características, hay dos enfoques econométricos que según Ize, A. y Levy Yeyati, E. (2006), entienden a la dolarización desde la perspectiva del riesgo. En otras palabras, se basan en cómo la elección de una moneda está determinada por la percepción de nivel de riesgo que le asignen los agentes económicos, estos enfoques son:

- **Enfoque del “paradigma de cartera con riesgo de precio”, formando parte de este enfoque la valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés) y la valoración de activos financieros de consumo (CCAPM, por sus siglas en inglés):** considera el tema de la incertidumbre sobre los rendimientos reales. Es decir, tanto deudores como acreedores eligen la composición de su cartera en función de la distribución de probabilidades para los rendimientos reales en distintas monedas con riesgo de precio y no de crédito.
- **Enfoque del “paradigma de riesgo crediticio”:** se refiere al riesgo por incumplimiento de pago crediticio. Involucra imperfecciones de mercado, fricciones, asimetrías de información, distorsiones inducidas por garantías de depósito o garantías gubernamentales.

En otras palabras, el primer enfoque basa su análisis en cómo la dolarización puede explicarse a partir de los factores que inciden en los rendimientos reales de los depósitos de los agentes económicos como, por ejemplo, las variaciones del tipo de cambio nominal y tipo de cambio real y sus correspondientes afecciones directas a precios, afectando la preferencia por moneda local y la elección de moneda extranjera.

Para Ize, A. y Levy Yeyati, E. (2006), teóricamente, este modelo concluye que, en ausencia de costos de transacción, se elige el dólar u otra moneda demandada a nivel internacional por sobre la moneda local cuando el tipo de cambio real que determina la volatilidad de los rendimientos reales de los instrumentos en dólares es estable respecto de la tasa de inflación que determina la volatilidad de los rendimientos reales de los

instrumentos en moneda local. Cuando existen costos de transacción se dificulta el equilibrio entre las volatilidades. Sin embargo, se prefiere el dólar cuando las tasas de interés internacionales son más estables.

Según Ize, A y Levy Yeyati, E. (2006) también agregan que, en función del primer enfoque teórico, una política monetaria que apunte a estabilizar la inflación para así frenar la dolarización, debería considerar lo siguiente:

- La volatilidad relativa al tipo de cambio real.
- Grado de apertura de la economía, puesto que, si la dolarización proviene de ese canal y ya hay indicios de dolarización real, existirá mayor variabilidad en el tipo de cambio nominal y en los precios.
- Grado de desarrollo de los instrumentos financieros denominados en moneda local e indexados a la inflación. Estos mecanismos disminuyen el riesgo de adquirir activos o invertir en moneda local.

Por otro lado, el segundo enfoque concluye que, en presencia de información perfecta, los agentes internalizan las potenciales pérdidas crediticias y de esta manera, se endeudan en la moneda que represente el menor costo esperado.

Cuando hay información imperfecta los agentes optan por un comportamiento estratégico, Ize, A y Levy Yeyati, E. (2006) agregan que en este caso la dolarización proviene por un fracaso del mercado en lugar de un fracaso de política y el dólar se prefiere cuando la probabilidad de incumplimiento se percibe como asociada a un tipo de cambio alto.

A continuación, se incluyen algunas conclusiones contrastadas con la evidencia empírica que señalan Ize, A. y Levy Yeyati, E. (2006):

- Los estudios de Nicolás, H. e Ize, A. (2003) y Levy Yeyati, E. (2006) han logrado identificar que la apertura al comercio no parece importar, la dolarización puede ser más alta que el grado de apertura comercial. Aunque De Nicolás, H. e Ize, A. (2003) identifican que las economías más abiertas, se dolarizan más rápidamente.
- Según Martínez y Werner (2001); Goldstein y Turner (2004) y Kamil (2005), demuestran que los deudores minimizan sus riesgos cambiarios en el contexto de regímenes de tipo de cambio más flexibles. Situación relacionada con la credibilidad y confianza en la política monetaria.
- Asimismo, Burger y Warnock (2003) agregan que se ha podido comprobar que hay un mejor desempeño en los mercados de bonos en moneda local en aquellos países con mejores indicadores macroeconómicos e institucionales.
- De Nicolás, H. e Ize, A. (2003) y Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003) han encontrado evidencia de que las variables institucionales como marco legal, derechos de propiedad, gobernabilidad, entre otras, son relevantes al momento de definir la elección de cartera.
- Se ha encontrado que el modelo de Cartera de Mínima Varianza (CMV) explica solamente una parte de la dolarización en las regresiones de corte transversal de la dolarización financiera en varios países. Las razones son escasas, pero se podría atribuir a una falta de credibilidad monetaria y a una lenta adaptación de las expectativas a cambios en los regímenes.

- Cowan, Kamil e Izquierdo (2004), confirman que un seguro de depósito uniforme tanto para los depósitos en moneda local cuanto para los depósitos en dólares está correlacionado con una mayor dolarización financiera.
- González-Eiras, M. (2003), encuentran que restringir o eliminar al prestamista de última instancia induce a los bancos a mantener más liquidez.

También se han explorado los factores que pueden explicar el surgimiento y el comportamiento de la dolarización, analizan especialmente la contribución de dos conjuntos de elementos: institucionales y económicos.

Entre los principales motivos institucionales para dolarizar encontramos:

- Dolarizar oficialmente la economía significa que el país entra efectivamente en la economía global, debido a una mayor demanda por moneda extranjera requerida para realizar transacciones internacionales.
- La profundidad y el tamaño del mercado financiero interno, ya que al no existir suficiente variedad de instrumentos denominados en moneda nacional (acciones de empresas nacionales o bonos del gobierno), puede aumentar la demanda por moneda o activos en moneda extranjera.
- El grado de liberalización del mercado cambiario que se refleja en costos de transacción más bajos para adquirir moneda extranjera.

Entre los factores económicos tienen que ver con los rendimientos de los activos:

- Ofrece una protección contra la inflación de dicha moneda, o contra una hiperinflación, como le ocurrió al córdoba nicaragüense.
- Disminuye el riesgo que una devaluación cause una corrida bancaria, pero puede desestabilizar la moneda local, incluso sobrevalorarla, asociado principalmente al diferencial de tasas de interés entre depósitos en moneda nacional y extranjera y entre bonos nacionales y extranjeros.

3.2.2.1 Coeficiente de Dolarización en Nicaragua.

En particular, la dolarización podemos decir que es una respuesta a la inestabilidad económica y a altas tasas de inflación, así como al deseo de los agentes económicos de diversificar sus portafolios. Los problemas mencionados inducen en forma natural a los residentes de un país a cubrirse de eventuales pérdidas de capital que podrían afectar su riqueza expresada en moneda doméstica. La forma más eficiente de cobertura es la diversificación de portafolio.

Los agentes económicos, para diversificar su portafolio, consideran tanto el grado de liquidez y poder liberatorio de una moneda, como la capacidad de ésta para servir como reserva de valor. En tal sentido, estos esperan maximizar el rendimiento de los servicios de las monedas mantenidas en su portafolio y, simultáneamente, minimizar el riesgo de las mismas.

La materia de optimización de portafolios indica que un agente económico racional y con aversión al riesgo, buscara que el aumento del riesgo de uno de los activos sea neutralizado por la disminución en el riesgo de otro activo. Este proceso permite que los agentes económicos puedan aumentar o disminuir la fracción de su riqueza mantenida en determinado activo y que, de esa manera, puedan mantener el portafolio óptimo que salvaguarde su riqueza.

En este sentido, el grado de dolarización de una economía comúnmente se mide al establecer la proporción de los depósitos en moneda extranjera que existen en el Sistema Financiero Nacional (SFN), con respecto a la liquidez total ampliada (M3A). Es decir, M3A, es igual a los medios de pago privados más los depósitos transferibles y otras obligaciones con el sector público no financiero más los depósitos y otras obligaciones con no residentes.

Según Balino T., Bennett A. y Borensztein E. (1999), en los países en donde el sistema bancario está autorizado a manejar cuentas de depósitos en moneda extranjera, se considera normal que la referida proporción oscile entre un 15.0% y un 20.0%. Un criterio generalmente aceptado es que una economía se considera altamente dolarizada si la proporción de los depósitos en moneda extranjera con respecto a M3A es mayor al 30.0%, mientras la economía de un país se considera moderadamente dolarizada si esa proporción es menor al 30.0%.

3.3 Casos seleccionados de procesos de dolarización y desdolarización

3.3.1 El Caso de Chile.

En la primera etapa de dolarización y desdolarización, el caso chileno muestra cómo se puede alcanzar la desdolarización si se lleva a cabo a partir de las fuerzas del mercado y no mediante una política directa o forzada. Para entender esta realidad se debe iniciar con una breve descripción de los hechos más relevantes que propiciaron la dolarización financiera en este país.

La primera vez que Chile logró revertir un proceso de dolarización fue durante el período 1958-1964, precisamente durante el gobierno de Jorge Alessandri. El gobierno anterior al de Alessandri se había caracterizado por seguir un programa de estabilización monetaria de economía cerrada.

Un año después de que Alessandri tomara el poder se inicia un programa de desregularización financiera. Entre otras medidas, se eliminó el impuesto a los cheques, a las ganancias de los depósitos y al flujo de divisas. Además, los depósitos y créditos en moneda extranjera no sólo fueron permitidos, sino alentados de acuerdo a Herrera y Valdés (2003).

Durante este gobierno, lo que se buscaba era eliminar la excesiva regulación que su antecesor había estructurado. Las políticas apuntaban a la apertura de la economía chilena, a la captación de flujos de capital, inversión, reducción de la participación gubernamental y al

control del desequilibrio de precios que había heredado a través de un programa de estabilización que intentaba mantener fijo el tipo de cambio.

Debido a la liberalización de los mercados se inició un proceso de dolarización financiera. De acuerdo a Herrera y Valdés (2003) del total de préstamos concedidos por la banca comercial, la participación de los denominados en moneda extranjera pasó de una participación en 1958 del 3.0% al 40.0% en 1959, mientras que, del total de depósitos en la banca comercial, los denominados en moneda extranjera pasaron del 1.0% en 1958 al 17.0% en 1959.

Lamentablemente, en 1961 un terremoto cambiaría la dinámica de la economía chilena. En 1962 el régimen de tipo de cambio fijo fue abandonado debido a la necesidad de devaluar la moneda y dar un respiro a las cuentas fiscales y a la balanza de pagos. Sin embargo, es precisamente en este año que la economía chilena iniciaría su primera reversión de dolarización. De acuerdo a Herrera y Valdés (2003) fueron cuatro circunstancias las que permitieron que se diera la primera reversión exitosa de la dolarización, las mismas que se mencionan a continuación:

1. **Retorno a la regulación financiera** en algunas áreas.
2. Debido al incremento de los precios y el techo que se había impuesto a las tasas de interés nominales, la tasa de interés real había caído, convirtiéndose en un **incentivo para los inversionistas, el endeudarse en moneda local.**
3. Quienes se habían endeudado en dólares, sufrieron la caída del tipo de cambio fijo y devaluación de la moneda local en un 55.0%, lo que afectó la ejecución de pagos,

puesto que necesitaban de mayor cantidad de moneda local para pagar sus deudas denominadas en moneda extranjera. Esta realidad se convirtió en un incentivo coercitivo y les permitió evidenciar con claridad el riesgo cambiario involucrado en estas operaciones. **El uso de moneda local fue indirectamente promovido.**

4. Dado que el gobierno había evitado financiar sus déficits con el Banco Central, la **deuda contraída en dólares le trajo problemas debido al descalce entre monedas.** Por esta razón, incurrió en programas de apoyo fiscal para evitar el default de la deuda. Además, el gobierno tomó mayores precauciones para el endeudamiento en moneda extranjera, lo que de alguna manera también frenó la dolarización a través de la deuda del gobierno.

Estos factores impulsaron una rápida desdolarización que apenas duró tres años. En 1965 tanto los depósitos como los préstamos en moneda extranjera pertenecientes a bancos comerciales, se ubicaron bajo el 10.0% del total respectivo.

En la Segunda etapa de dolarización, con la llegada del gobierno militar en 1973, nuevamente Chile inició una profunda liberalización de mercados y eliminación de regulaciones. El gobierno de Salvador Allende (1970 - 1973), (derrocado por el nuevo gobierno militar), se había caracterizado por endurecer los controles y la regulación del mercado financiero chileno. Herrera y Valdés (2003) distinguen cuatro fases que la economía chilena siguió y que llevaron a esta economía a una liberalización financiera y comercial.

Primera fase (1973 - 1974): se liberalizan los precios con el objetivo de realinear sus niveles con los objetivos del gobierno, la inflación anual se ubicó en aproximadamente 300.0%. Existió una disminución en las reservas requeridas para los depósitos y se permitió la creación de instituciones no bancarias para interactuar como intermediarios financieros, pudiendo fijar independientemente la tasa de interés. En 1974 las firmas no financieras fueron permitidas de endeudarse en moneda extranjera para financiar operaciones de crédito, lo que permitió la apertura de la cuenta de capital.

Segunda fase (1975 - 1977): fuerte consolidación fiscal, control sobre la emisión y creación de dinero, ajuste del tipo de cambio de acuerdo a la inflación acumulada, indexación de salarios y emprendimiento del denominado “tratamiento de shock”, lo que sumió a la economía chilena en una recesión en el año 1975. En 1976, la indexación se modificó de préstamos de un año a préstamos de 90 días.

Tercera fase (1978 - mediados 1979): En 1978 la inflación aún era alta, cercana al 60.0% y a pesar de la liberalización de la economía chilena, la dolarización no había tomado fuerza. Esta fase se caracterizó por devaluaciones pre-anunciadas hasta mediados de 1979, cuando el tipo de cambio se mantiene fijo. Desde abril de 1978 se permitió la obtención de crédito para el sector privado para cualquier propósito. Aunque en inicio dicho monto no podía superar el 25.0% de capital y reservas, después se tuvo que imponer un ritmo de velocidad, impidiendo obtener deuda superior al 5.0% de capital y reservas por mes y el total de deuda no podía superar 1.6 veces las reservas y capital. Las reservas requeridas (encaje) para

moneda extranjera disminuyeron. En esta fase ya se retoman ciertas regulaciones, pero lamentablemente poco a poco se fueron flexibilizando nuevamente.

Cuarta fase (1980 - 1982): la liberalización total se consiguió en 1980, cuando se produce un fuerte incremento en pasivos externos a pesar de la existencia de prohibiciones para las posiciones de inversión netas en moneda extranjera. La deuda de los bancos llegó a totalizar el 65.0% del total de la deuda externa privada en 1981. Sin embargo, en junio de 1982 el principal elemento de la estabilización, el tipo de cambio, finalmente fue devaluado.

La devaluación, más un entorno internacional desfavorable, generaron una fuerte crisis bancaria. Las causas podrían resumirse en tres circunstancias:

1. Un régimen de tipo de cambio incoherente con la indexación salarial que resultó en una gran sobrevaluación.
2. Empeoramiento de las condiciones externas, incluyendo un aumento en las tasas de intereses internacionales y una caída sustancial en los términos de intercambio.
3. Un sistema financiero desregulado y pobremente supervisado.

La liberalización financiera produjo una mayor participación de la moneda extranjera en la concesión de préstamos, sin embargo, **los agentes económicos no sustituyeron a la moneda local en ninguna de sus funciones**, de hecho, la mayor parte de los depósitos hasta antes de la crisis, estaban denominados en moneda local. **La dolarización no tomó las dimensiones que en un contexto de crisis podría exacerbarse a causa de la sustitución monetaria, la razón radicó en dos factores:**

- 1. Las tasas de interés en moneda local eran sumamente altas para los depósitos** alrededor de 20.0% en 1981, y dado que las tasas para préstamos en moneda extranjera tenían una menor tasa de interés que la de préstamos en moneda local, la dolarización se hizo presente a través del pasivo de los agentes privados.
- 2. Los mecanismos de indexación financiera no permitieron dicha sustitución.** El uso de moneda local y de depósitos indexados fueron demandados para contrarrestar el riesgo de futuros descalces. **La indexación constituyó entonces una alternativa adicional para decidirse por la moneda local.**

Para salir de la crisis, el gobierno chileno emprendió un programa de rescate y estabilización. Claramente, existió **un elemento básico** para lograr dicho propósito en el sistema bancario chileno: **sólidas cuentas fiscales** para empezar cualquier reforma o ayuda financiera. Según Herrera y Valdés (2003) las estimaciones del paquete de rescate involucraron varios frentes y tuvo un costo aproximado al 35.0% del PIB.

Durante los años 1982 y 1989, las autoridades monetarias apuntaron a consolidar los mecanismos de indexación como una vía para manejar la incertidumbre de los mercados financieros. De hecho, el Banco Central no apuntó a determinar un objetivo nominal, sino una indexación real, es decir, en materia de salarios y precios que, sumada a la indexación financiera, no dieron paso a un proceso de dolarización.

Después de la crisis de 1982, la política cambiaria se consolidó como el elemento de control y regulación para alcanzar estabilidad y crecimiento. El objetivo era estabilizar el tipo de

cambio real en un nivel competitivo para guiar la recuperación del producto basado en exportaciones netas positivas y en la reducción de los desbalances internos.

A pesar de correr el riesgo de una inflación volátil e inercial, las autoridades decidieron no manipular el tipo de cambio nominal para controlar la inflación o influir en las expectativas inflacionarias. Los mecanismos de indexación ya solucionaban los problemas de la inflación y la economía chilena apuntaba a estabilizarse de manera gradual. **La prioridad post crisis no era controlar la inflación, sino consolidar las cuentas fiscales, reducir las tarifas a la importación, promover incentivos tributarios y entregar subsidios para la recapitalización de las empresas y bancos chilenos.**

El banco central promovió la indexación de la política monetaria lo que permitió que el mercado de valores de Santiago incrementara sus operaciones en un 500.0% entre 1982 y 1989, promoviendo así la emisión de deuda interna y en moneda local. Finalmente, los mecanismos de indexación resultaron en una inflación moderada y en bajos índices de dolarización, **objetivos que se complementaron con el establecimiento de un banco central independiente a partir de 1989.**

3.3.2 El Caso de Polonia.

Según Castillo y Winkelried (2009), el caso de Polonia es además un gran ejemplo de desdolarización, una gran evidencia exitosa del paso de una economía centralmente planificada a una de mercado.

Durante los años 80's la economía polaca enfrentaba una dura crisis económica. Importantes distorsiones en los precios relativos y déficits fiscales acumulados hicieron que la economía enfrentara una hiperinflación del 550.0% en el año 1989. Como se ha dicho, cuando la estabilidad en precios no está garantizada, la moneda local se vuelve poco atractiva y es sustituida en sus funciones como medio de circulación, unidad de cuenta y reserva de valor.

Por lo expuesto, los coeficientes de dolarización aumentaron de un 20.0% en el año 1985 al 60.0% en 1989. Es decir, el agregado monetario M2 estaba denominado en un 60.0% en dólares estadounidenses. Nuevamente, al igual que los casos anteriormente revisados, las autoridades económicas polacas se vieron en la necesidad de implementar un programa de estabilización al cual denominaron "terapia de choque" el mismo que se implementó en el año 1990. Entre las medidas adoptadas, Castillo y Winkelried (2009), destacan las reformas institucionales y de mercado, el gobierno liberalizó el control de casi todos los precios, eliminó la mayoría de los subsidios, abolió la designación administrativa de recursos a favor del comercio, promocionó el establecimiento libre de empresas privadas, liberalizó las relaciones económicas internacionales e introdujo la convertibilidad de la moneda interna con una devaluación de la moneda de 32.0%.

Adicional a estas reformas, **el Banco Central de Polonia se volvió independiente** en 1997 lográndose así definir con claridad los objetivos de estabilidad en precios. De esta manera la dolarización se redujo al 18.0% en 2001, guardando niveles muy cercanos y aceptables, comparables con economías desarrolladas como la de Reino Unido.

En el ámbito de la política fiscal, las reformas resultaron en medidas restrictivas, con el primordial objetivo de mantener el equilibrio de las finanzas públicas y pagar el excesivo endeudamiento que el país poseía. En el ámbito de las políticas monetaria y cambiaria, con la independencia del Banco Central de Polonia, el país centró su atención en el control de precios a través de la convertibilidad inicial, y posteriormente, el tipo de cambio sería liberalizado (año 2000), de tal forma que el país maneja un tipo de cambio flexible el mismo que lo maneja con el propósito de mantener la estabilidad en precios.

3.3.3 Los Casos Peruano y Boliviano de la Década de 1980 – 1990.

Tanto el caso de Perú como el de Bolivia, suelen ser llamadas situaciones de “desdolarización forzada”.

Lo que se puede decir específicamente a propósito del caso peruano es que durante la década de 1980 a 1990, se caracterizó por registrar inflación elevada y de esta manera, la preferencia por moneda extranjera se profundizó poco a poco. De acuerdo a lo que mencionan Hardy y Ceyla Pazarbasioglu (2006), en agosto de 1985 las autoridades peruanas deciden aplicar políticas para forzar la conversión de los depósitos en moneda extranjera a moneda nacional puesto que el índice de dolarización mediante depósitos era del 58.0%.

Entre las medidas tomadas, al igual que en Bolivia, se destacaron: la imposición de controles a la movilidad de moneda extranjera, la prohibición de abrir cuentas en moneda extranjera y por supuesto la conversión de facto de moneda extranjera a moneda local. Dichos

cambios e imposiciones resultaron en una gran devaluación de la moneda local que deterioró la riqueza de los residentes medida en dólares.

Después de varios años de inestabilidad económica, las autoridades determinaron que las medidas tomadas, específicamente los controles y prohibiciones al uso de moneda extranjera, iniciaron procesos de desintermediación, por lo que en 1988 nuevamente tuvieron que permitir la apertura de cuentas bancarias en moneda extranjera, de lo contrario la economía sería descapitalizada.

Es totalmente pertinente aprender de las lecciones que según Hardy y Ceyla Pazarbasioglu (2006) nos dejan los casos de Bolivia y Perú:

- **En primer lugar**, cuando no se corrigen las causas por las que la población tiene preferencia por moneda extranjera como inestabilidad en precios, volatilidad del tipo de cambio, las medidas de facto para reducir la dolarización no tienen ni tendrán éxito. Cuando existe dolarización de depósitos, lo que sucede es que la población se resguarda en una moneda más fuerte que preserve su poder adquisitivo, es decir, se aseguran contra el riesgo de inflación.
- En los casos de Perú y Bolivia, también existieron otro tipo de problemas que llevaron a la dolarización y que nunca fueron corregidos, principalmente una inestabilidad monetaria causada por la falta de instituciones que promovieran credibilidad monetaria y consolidación fiscal. Por esa razón, cuando las autoridades se vieron obligadas a permitir nuevamente los depósitos en moneda extranjera, el sistema bancario se redolarizó rápidamente.

- **En segundo lugar**, los intentos por reducir la dolarización de forma inmediata implican riesgos de desintermediación financiera masiva y fuga de capitales. Las expectativas cambiarias juegan un papel sumamente importante en las decisiones monetarias de la población. En la medida que una moneda se vea o perciba más estable que otra, será la que mayor proporción registre en la cartera de ahorro. Revertir esta tendencia suele suponer un largo período de estabilidad.
- **En tercer lugar**, los procesos de desdolarización deben considerar las estructuras contractuales del sector financiero. De acuerdo a Baliño, Bennett y Borenztein (1999), citados en Ceyla Pazarbasioglu (2006), las conversiones forzadas resultan en grandes pérdidas de credibilidad del gobierno, puesto que la ciudadanía teme una confiscación monetaria. Además, la pérdida de confianza de la población a causa de una conversión forzada, refuerza la pérdida inicial generada por los procesos hiperinflacionarios.
- **En cuarto lugar**, prohibir totalmente el uso del dólar en una economía pequeña y abierta no incrementa su fortaleza. Siempre existirá un nivel de dolarización pues los agentes se refugian en activos denominados en moneda extranjera, es una acción natural para aminorar el riesgo monetario de la economía.
- **Finalmente**, las estrategias de desdolarización deben incluir medidas para fomentar la intermediación en moneda local. Como se ha manifestado, éstas vienen determinadas por el uso de instrumentos monetarios indexados. Dichas medidas no existieron en Bolivia y Perú.

Según Hardy y Ceyla Pazarbasioglu (2006) a un nivel macroeconómico, se tiene que establecer reglas de política y mecanismos de toma de decisiones que promuevan la

estabilización de las condiciones monetarias domésticas. De este modo, si un país intenta desdolarizarse “suavemente” o si es forzado a desdolarizarse, deben resolverse las causas subyacentes de la dolarización para que el esfuerzo valga la pena.

3.3.4 El Caso de República Dominicana.

Es el único caso exitoso de desdolarización total cuando la dolarización oficial ya se había adoptado; es decir, cuando la moneda estadounidense dominaba totalmente en las tres funciones del dinero. Para entender cómo República Dominicana llegó a dolarizarse es necesario revisar de manera breve su historia.

Según lo señalan Naranjo L. y Naranjo M. (2012) el uso de muchas monedas nacionales y extranjeras desde su fundación como República en 1821 llevó a que esta economía sufra un fuerte desorden monetario. Este caos permanecería hasta el gobierno del presidente Ulises Heureaux, quien con la finalidad de financiar el gasto gubernamental y muchos de sus intereses, contrató deuda pública con acreedores nacionales y extranjeros a quienes no pudiendo pagar debido al sobreendeudamiento, tuvo que conceder una hipoteca por las aduanas en un 57.0% a la Improvement Company, empresa a la que le debía.

A pesar de las fuertes emisiones inorgánicas que realizaron con el propósito de pagar la deuda entre 1898 y 1899, la inexistencia de reservas que respalden dichas emisiones llevó a que el público no acepte las notas emitidas, teniendo que ser retiradas del mercado.

Estados Unidos, al ver amenazada una empresa de su país, intervino a través de la firma de un protocolo. De esta manera se hizo cargo de la administración de la aduana, manejó los aranceles, los derechos de exportación, los incrementos de deuda pública y en general, toda la economía dominicana; nada podía hacerse sin su consentimiento. Bajo esta realidad totalmente rígida, debía llegar un momento de desobediencia por parte de las autoridades de República Dominicana. En 1916, Estados Unidos, en total desacuerdo con las autoridades dominicanas por haber contratado deuda pública interna sin su consentimiento, asumió que había violado los términos del convenio de protectorado y toma el poder a través de un régimen militar norteamericano que se mantendría hasta 1924.

Después de que al gobierno militar le precediera uno de civiles, en 1930 toma el poder Rafael Trujillo, logro entre otras cosas que en 1941 se traspase la administración de las aduanas al gobierno central y la instauración del Banco Central en 1947, el mismo que se encargaría de la emisión del peso dominicano.

Para llegar a este punto, la desdolarización impulsada por el gobierno contaría con la aprobación de los agentes económicos quienes veían en el nuevo sistema monetario el final de la intromisión de Estados Unidos y del mismo modo, la recuperación de la soberanía nacional.

A raíz de la Segunda Guerra Mundial, las exportaciones dominicanas incrementaron su precio mientras que las importaciones cayeron, generándose un amplio superávit comercial.

Este escenario favorable permitió la acumulación de reservas e inició el desarrollo del sistema bancario nacional, lo que sumado al retorno a la administración de la renta nacional, cobro de impuestos, aranceles y tributos como también a la independencia de decisión en lo referente a contratación de deuda, permitió que República Dominicana realice amortizaciones aceleradas a la deuda pública, logrando cancelar la totalidad mediante la emisión de un cheque que financiaría el Banco de Reservas a cargo de deuda interna. Es decir, la deuda externa se convirtió en deuda interna, poniendo fin a la dependencia con Estados Unidos.

Tras el pago de la deuda, fin del protectorado y estructuración del Banco Central a través de la mano de expertos estadounidenses, inició la segunda etapa del deslindamiento completo con Estados Unidos: la desdolarización. Ya en la ejecución del cambio de moneda, en primera instancia, el peso dominicano y el dólar estadounidense circularon como monedas de igual curso legal. Luego, el dólar empezó a ser restringido pues ya no era aceptado en transacciones del sector público.

Finalmente, cuando la mayoría de los dólares ya no circulaban en la economía, se procedió autorizar el uso de la moneda extranjera únicamente para cambiarlos por pesos dominicanos. El éxito de la desdolarización en este país estuvo altamente determinado en la confianza y credibilidad que tenía la población en el gobierno, el mismo que había acabado con el protectorado, estabilizado la economía a través del pago de deuda y creado una moneda propia, símbolo de libertad y soberanía.

3.3.5 El Caso de Liberia.

Desde la independencia de Liberia en el año 1847, su economía ha estado fuertemente dolarizada. A pesar de que la moneda oficial sea el dólar liberiano, la moneda extranjera siempre ha prevalecido en importancia de sus funciones tanto como reserva de valor como medio de cambio. Las causas van más allá del ámbito económico y se sitúan en la historia de Liberia desde el inicio de su establecimiento como país independiente.

Para entenderlo, se debe recordar que Liberia formaba parte de la colonia británica de Sierra Leona. Sin embargo, según cuentan Naranjo M. y Naranjo L. (2012), la Sociedad Americana de Colonización (SAC) fundada en 1816 para establecer en África a los individuos norteamericanos esclavizados y liberados, compró a los ingleses el territorio correspondiente a la actual Liberia y así logró fundar la primera colonia americana.

Las necesidades de dinero y financiamiento llevaron a que Liberia profundice sus relaciones comerciales con países como Francia, Reino Unido y principalmente Estados Unidos. De hecho, gracias a la riqueza natural de este país, los dólares estadounidenses provinieron principalmente de concesiones para la extracción de minerales, diamantes y caucho. Es de esta manera que la dolarización se consolidaba con el paso del tiempo, los dólares provenían de las relaciones comerciales.

Esta fue la realidad que vivió Liberia durante varios años, con grandes vínculos hacia Estados Unidos, en aspectos culturales, ideológicos y por supuesto económicos. Sin embargo,

en 1980 se desata un golpe de estado a causa, entre otros aspectos económicos internacionales de la época, de las fricciones políticas que desde los inicios como república este país había sostenido.

Es en este punto de inflexión que Samuel Doe toma el poder e inmediatamente **decide desdolarizar la economía**. A partir de esa década circularían los denominados “*Doe dollars*” que fueron impresos para el uso de la población. **Pero el intento no tuvo éxito porque las etnias nativas habían iniciado una disputa por poder.**

Erasmus, Leichter y Menkulasi (2009) señalan que Liberia vivió un período en el que se crearon dos zonas monetarias justamente antes de que el nuevo presidente Charles Taylor tomara el poder. Ante un nuevo intento por desdolarizar la economía liberiana en 1989, Taylor emitiría las notas bancarias denominadas “*J.J. Roberts*” que se ocupaban en las zonas donde él era fuerte, pero dado que el conflicto civil estaba a punto de estallar, la Comunidad Económica de Estados Occidentales Africanos (ECOWAS) de la mano del Grupo de Monitoreo de la Comunidad Económica de Estados Occidentales Africanos (ECOMOG) también emitiría las notas “Liberty”. Ambas notas fueron emitidas a una tasa a la par con el dólar de Estados Unidos.

A pesar de los intentos por desdolarizar la economía, ninguno tuvo éxito. El desorden y polarización económica que había vivido Liberia nunca lograron consolidar una desdolarización efectiva. Además, un vínculo que había sido fortificado y desarrollado durante muchos años con la moneda estadounidense a través de las relaciones comerciales, era prácticamente imposible de revertir a pesar de contar con moneda propia.

De acuerdo a Erasmus et al (2012), en la actualidad, tanto el dólar de Estados Unidos como el dólar liberiano son aceptados para cualquier tipo de transacción pública o privada y poseen un sustento legal que les faculta funcionar como dinero en sus tres tipos de funciones. En 2001, el Banco Central de Liberia inició a emitir dólares liberianos a una tasa de 43.0 dólares liberianos por dólar estadounidense. Desde ese año, la moneda local se ha depreciado en promedio un 5.0% por año, aproximadamente la diferencia entre la inflación de Estados Unidos y la de Liberia.

3.3.6 El Caso de El Salvador.

Para entender el escenario bajo el cual se adoptó la dolarización oficial en El Salvador vale la pena resaltar ciertos hechos históricos que vivió este país. La dolarización se adoptó después de que El Salvador registrara estabilidad económica durante la mayor parte de los años 80 y 90, únicamente afectada por una crisis social que desembocó en una guerra civil iniciada en 1980.

Después de doce años de intensos conflictos sociales, en 1992 por mediación de la Organización de Naciones Unidas (ONU), se firmaron los acuerdos de paz que refrendarían el final del conflicto armado interno. Sin embargo, los resultados y el crecimiento económico no fueron suficientes para evitar que muchos ciudadanos salvadoreños optaran por migrar hacia Estados Unidos con el objetivo de huir de la tensa realidad local.

La dolarización oficial se implantó en un escenario de baja dolarización financiera. De acuerdo a Glower (2001) los niveles apenas alcanzaban el 15.0%, en contraste con países como Perú, Argentina o Uruguay, que para esos años registraban niveles cercanos y hasta superiores al 50.0%. En Ecuador, según el Banco Central, en 1999 la dolarización financiera era del 54.0% para depósitos totales.

A finales del año 2000 el Poder Ejecutivo presentó al Legislativo la propuesta de dolarizar la economía de manera oficial. Con la aprobación del segundo poder en mención, desde el 1 de enero del año 2001 la denominada Ley de Integración Monetaria (LIM) entró en vigor, facultando el uso de dólares estadounidenses en remplazo de la moneda local para todas las funciones del dinero.

3.3.7 El Caso de Argentina.

Argentina adoptó el denominado “Plan Convertibilidad” a causa del fenómeno hiperinflacionario que se presentó en este país a finales de la década de 1980 y comienzos de la década de 1990. Lo que se buscaba era una solución al alto nivel de precios que cada vez aumentaba en mayor proporción.

De acuerdo a Hardy y Pazarbasioglu (2006), el funcionamiento de la caja de conversión en Argentina trajo los siguientes resultados:

- Mejoramiento de la eficiencia del sistema bancario debido al ingreso de instituciones extranjeras.

- Durante la vigencia de la caja de conversión los activos del sistema bancario pasaron de un 30.0% a 57.0% del PIB.
- El crédito al sector privado creció a tasas de aproximadamente el 10.0%, alcanzando un pico de 23.0% del PIB en 1998.
- Dolarización financiera evidente, 80.0% de los créditos al sector público y privado, y cerca del 85.0% de los depósitos estaban denominados en moneda extranjera.
- Riesgo crediticio, los créditos en moneda extranjera se habían entregado a personas con ingresos en moneda local.
- No existían regulaciones para el manejo y movilidad de moneda extranjera, por lo que la intermediación en dólares fue fomentada.

Sin embargo, a pesar del mejoramiento en la eficiencia e intermediación del sector financiero y después de que la economía haya crecido en promedio a una tasa anual del 4.9% durante 1991 y 1999, únicamente afectada por la crisis mexicana en 1996, crisis asiática y crisis rusa, en 1999, en el año 2001 la economía argentina abandonó la caja de conversión. La salida de la caja de conversión se derivó en resultados nefastos, entre los que se pueden resaltar: el default de la deuda, decrecimiento económico, elevada inflación, bancarrota financiera, pérdida de credibilidad y una fuerte conmoción social.

3.3.8 Función del Sistema Financiero Nicaragüense y del Banco Central de Nicaragua (BCN).

El sistema financiero nicaragüense tiene como función principal la intermediación de ahorro, intermediación de crédito y canalizar recursos. Asimismo, está constituido por un conjunto de instituciones que actúan como intermediarios entre los sujetos con excedentes financieros y aquellos otros que tienen necesidades de financiamiento.

El sistema financiero está regulado por la Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros (Ley No. 561) en conjunto con otras leyes importantes, sobresaliendo la Ley Creadora de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (Ley No. 316) y la Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua (Ley No. 732). Asimismo, y en virtud de dichas leyes, el sistema está supervisado por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF). Este sistema de supervisión comprende:

- 1.** Instituciones regidas por la Ley General de Bancos y de Otras Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros como bancos comerciales, sociedades financieras, bancos de segundo piso y oficinas de representación de bancos extranjeros que están supervisados por la Intendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras. Asimismo, a través de esta Intendencia se da la relación con el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE), creado por la Ley del Sistema de Garantía de Depósitos (Ley No. 551). También le faculta el velar por el cumplimiento de la Ley de Promoción y Ordenamiento del uso de la tarjeta de crédito y su respectivo Reglamento (Ley No. 515).

2. Sociedades de Valores regidas por la Ley del Mercado de Capitales (Ley No.587), como bolsas de valores de las cuales solo existe una en el país denominada Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN); centrales de valores que igualmente existe una denominada Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL); puestos de bolsa de los cuales existen y funcionan seis.

3.3.8.1 Objetivo y Funciones del Banco Central de Nicaragua.

El objetivo fundamental del Banco Central de Nicaragua es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos.

De acuerdo a la Ley No. 732. Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua, se encuentran las siguientes funciones y atribuciones:

- Formular y ejecutar la política monetaria y cambiaria del Estado.
- Promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero del país, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF).
- Normar y supervisar el sistema de pagos del país.
- Ser responsable exclusivo de la emisión de moneda en el país, así como de la puesta en circulación y retiro de billetes y monedas de curso legal dentro del mismo.
- Actuar como consejero de la política económica del Gobierno, y en tal carácter hacerle conocer su opinión cuando lo considere necesario.

- Prestar servicios bancarios no crediticios al Gobierno y actuar como agente financiero del mismo, cuando éste lo solicite, supeditado al cumplimiento de su objetivo fundamental.
- Actuar como banquero de los bancos y de las demás instituciones financieras, de acuerdo con las normas dictadas por su Consejo Directivo.
- Dictar y ejecutar la política de administración de sus reservas internacionales.
- Asumir la representación del Estado en materia financiera, y en tal carácter celebrar y ejecutar las transacciones que se deriven de la participación en los organismos financieros internacionales pertinentes.
- Realizar todas las operaciones que sean compatibles con su naturaleza de Banco Central, así como las que sean propias de un banco, siempre que sean igualmente compatibles con la naturaleza de sus funciones y de las operaciones que está autorizado por la Ley.

3.3.8.2 Operatoria de la Política Monetaria del BCN.

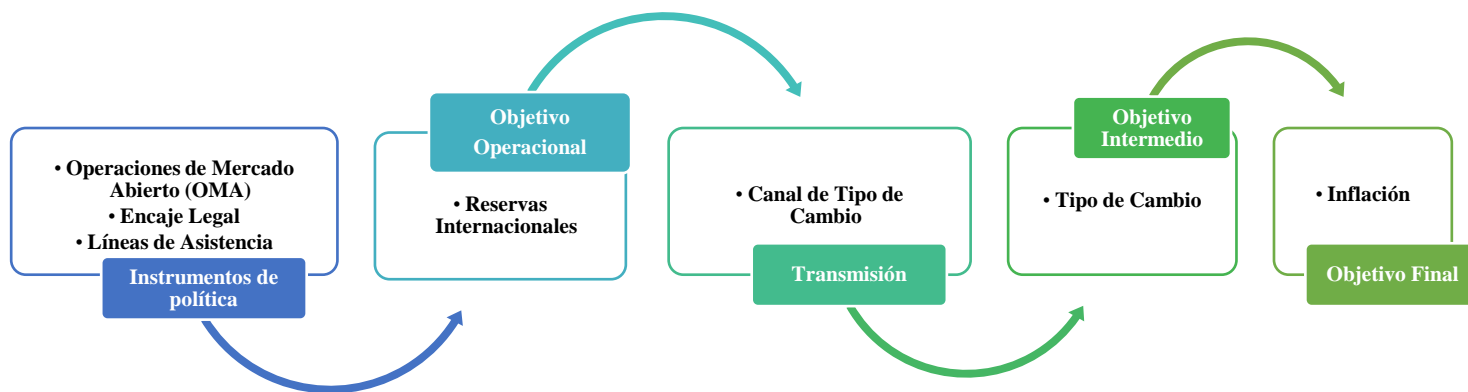
Tomando como referencia el cierre del año 2015, conforme al artículo 3 de su Ley Orgánica (Ley No. 732), relacionado con la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, el BCN continuó orientando la conducción de su política monetaria en garantizar la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Para lograr este objetivo, el BCN procuró mantener niveles de reservas internacionales que permitieran una cobertura adecuada de la base monetaria y utilizó sus operaciones monetarias para propiciar un manejo más activo de la liquidez del Sistema Financiero Nacional (SFN).

Consistente con lo anterior, podemos resumir que la política monetaria y financiera en Nicaragua se concentra en tres grandes lineamientos:

- Mantener la Estabilidad de Precios.
- Resguardar la Sanidad del Sistema Financiero Nicaragüense.
- Fortalecer el marco legal del Banco Central de Nicaragua.

Para lograr esta conducción de política, el BCN utiliza un canal de transmisión monetaria (Ver Figura No.2), siendo el mecanismo mediante el cual las acciones de política monetaria influyen sobre las variables macroeconómicas, tales como inflación y producción.

Figura No.2: Canal de Transmisión de la Política Monetaria en Nicaragua



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

A continuación, se detallan los principales componentes de la estructura del canal de transmisión de política monetaria:

1. Instrumentos de Política Monetaria y Financiera

a) Operaciones de Mercado Abierto

- Control de liquidez
- Subastas semanales
- Instrumentos de deuda desmaterializados

b) Encaje Legal

- Gestión de liquidez precautoria
- Instrumento de control monetario

c) Líneas de Asistencia

- Problemas de liquidez
- Ventanilla de préstamos
- Línea de Asistencia Financiera Extraordinaria (LAFEX)

2. Objetivo operativo: Reservas Internacionales

- Garantiza la libre convertibilidad de la moneda
- Asegura una provisión de dólares a la economía
- Impacta en expectativas
- Las reservas están afectadas por desequilibrios en el mercado monetario
- El BCN actúa ex-ante para evitar que estos desequilibrios afecten la meta de reserva
- Aportes y coordinación con el gobierno

3. El tipo de cambio como objetivo intermedio

- Determinante fundamental de la inflación
- Existe una alta correlación entre la tasa de devaluación y la inflación
- Precios nacionales indexados al dólar
- Gran cantidad de bienes importados provenientes de EE.UU.
- Está bajo el control del BCN
- Regla (observable, fácil de entender) versus discreción

4. Objetivo final: Inflación

- Mantener una expectativa de inflación de mediano plazo baja y estable.

3.3.9 Política cambiaria del BCN y el régimen cambiario “Crawling Peg”.

3.3.9.1 El Régimen Cambiario “Crawling Peg” en Nicaragua.

Desde enero de 1993 ha prevalecido en Nicaragua un régimen de minidevaluaciones diarias preanunciadas, modalidad conocida como “Crawling Peg” (Paridad Móvil - Fijación Reptante), permitiendo conocer la devaluación del Córdoba con respecto al USD con anticipación.

El tipo de cambio deslizante empieza oficialmente para Nicaragua a partir del año 1993, con una tasa anual de deslizamiento del 5.0% que en los siguientes años se elevó a 12.0%, luego bajando al 10.0% y alcanzando un mínimo del 6.0% en 1999, este deslizamiento se mantuvo

hasta el año 2003. El tipo de cambio en 2003 fue de C\$15.5 por US\$1.0. Desde el año 2003 se ha dado un sólo cambio más al valor de la devaluación anual y fue en el año 2004 que la tasa paso de 6.0% al 5.0%, la cual se mantiene en la actualidad.

Al cierre del año 2015, con un resultado de C\$27.9 por US\$1.0, el BCN garantizó la convertibilidad de la moneda al tipo de cambio preestablecido por la política de deslizamiento (tasa de 5.0% anual para 2015).

La Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua, establece que el objetivo fundamental de la Institución es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Así mismo, está ley establece, que el BCN determinará y ejecutará la política monetaria y cambiaria atendiendo en primer término el cumplimiento de ese objetivo fundamental, y que es atribución del Consejo Directivo del BCN determinar el régimen cambiario y los lineamientos de la política cambiaria.

Con base en lo dispuesto en su Ley Orgánica, el Consejo Directivo del BCN ha definido el marco normativo del mercado de cambio en Nicaragua, delimitado en el Capítulo I de las Normas Financieras vigentes del BCN, en el cual se establece que los bancos, sociedades financieras, casas de cambio y las personas naturales y jurídicas podrán comprar y vender libremente al público dólares de los Estados Unidos de América (USD) o cualquier otra moneda libremente convertible, por cualquier monto y concepto.

IV. Preguntas Directrices

4.1 Planteamiento general

1. ¿Cuáles son las acciones de los diferentes tipos de políticas económicas, financieras y mecanismos legales que deben ser considerados por la administración pública de Nicaragua, frente a la posible decisión de iniciar un proceso de desdolarización y reducir su impacto en la capacidad adquisitiva de la población?

4.2 Planteamiento específico

1. ¿Cuál ha sido el impacto que tiene la dolarización financiera extraoficial en la economía de Nicaragua?
2. ¿Cómo la dolarización financiera extraoficial a través de sus principales canales incide en los resultados del desempeño de la economía nicaragüense?
3. ¿En qué medida la incorporación de mecanismos jurídicos ha legitimado el aumento de la dolarización financiera extraoficial y no permiten revertir el proceso en el corto plazo?
4. ¿De qué manera la dolarización financiera extraoficial incide en el costo social de la población nicaragüense?

V. Operacionalización de variables

Tabla 4

Operacionalización de Variables

Variable General	Objetivo de la Investigación	Definición	Naturaleza	Indicadores
Análisis de Dolarización Financiera	Conocer las generalidades, origen y evolución del proceso de dolarización en Nicaragua.	La tenencia por los residentes de una parte significativa de sus activos, en forma de activos denominados en moneda extranjera.	Cuantitativa	Depósitos en Moneda Extranjera / Liquidez global (M3A) Préstamos en moneda extranjera / Total de préstamos
Análisis de Indicadores Macroeconómicos	Analizar la evolución macroeconómica de Nicaragua.	El buen funcionamiento global de la economía, basándose para ello en una serie de herramientas de análisis e indicadores macroeconómicos.	Cuantitativa	Depósitos en moneda extranjera / Total de depósitos Apertura de la economía Perdidas del Banco Central de Nicaragua Déficit fiscal Déficit comercial externo Déficit cuenta corriente de la balanza de pagos Remesas familiares Inversión Extranjera Deuda Pública Reservas Internacionales Inflación
Análisis de Políticas Económicas y Financieras	Analizar el rol de las políticas económicas y financieras en la dolarización extraoficial de Nicaragua. Realizar una propuesta de agenda de desdolarización financiera para Nicaragua.	Diversos instrumentos financieros, dirigidos a colaborar al logro de los objetivos últimos de la política macroeconómica, a través del mantenimiento de una elevada estabilidad monetaria y financiera y de un funcionamiento satisfactorio del sistema financiero que le sirve de marco institucional.	Cuantitativa	Volatilidad del tipo de cambio nominal Volatilidad del tipo de cambio real Emisión de dinero El señoreaje Tasas de interés efectivas reales Tasas de rendimientos de títulos valores Tasas de interés pasivas

Fuente: Elaboración propia.

VI. Diseño metodológico

6.1 Enfoque

El enfoque de este estudio, es el análisis de la relevancia que tiene la dolarización financiera extraoficial en el desempeño de la economía del país y el Sistema Financiero Nacional; y las acciones que deberá emprender la administración pública para iniciar un proceso de desdolarización que contribuya al desarrollo económico, financiero y social del país.

6.2 Tipo

El presente documento es un estudio cuantitativo dominante con datos de series de tiempo con una periodicidad anual, para el período de análisis 1994-2015. La información se obtuvo de fuentes secundarias, los datos anuales fueron tomados con base en datos de las estadísticas de Consultores para el Desarrollo Empresarial (COPADES), la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF) y del Banco Central de Nicaragua (BCN).

6.3 Métodos

La metodología a emplear en esta tesis, es con base en la profundidad del estudio, de carácter explicativa y descriptiva. Se utilizarán esencialmente los siguientes métodos:

Método Analítico. Al instaurar fundamentos, detalles pensamientos de varios autores con la finalidad de llegar a la verdad del problema planteado. A través de este procedimiento se perpetrará el análisis de las bases teóricas y procesales que sirven de apoyo en el trascurso del tema investigado, por lo que, se acudirá al estudio de las citas bibliográficas que contienen la síntesis de los datos de varios autores que se han tomado como reseña.

Método Deductivo. Con la información obtenida de las fuentes secundarias, se logrará establecer criterios, donde se estudia el marco teórico para sacar las premisas, supuestos y definiciones, para posteriormente constatar haciendo un análisis de los datos estadísticos. Asimismo, identificando las características del proceso de dolarización financiera en Nicaragua, el análisis de los principales indicadores macroeconómicos, logrando explicar los resultados del comportamiento de estas variables en el Sistema Financiero Nacional y su vínculo con las políticas económicas y financieras aplicadas en el país.

6.4 Técnicas

El trabajo se realizó, por medio del análisis documental, de datos estadísticos históricos, relacionados con los principales indicadores macroeconómicos y financieros de Nicaragua, el análisis de razones y coeficientes de dolarización, leyes económicas y financieras, experiencias internacionales en procesos de dolarización y desdolarización; y los diversos aspectos relacionados a la investigación.

6.5 Delimitación temporal

El trabajo ha permitido conocer el proceso de desdolarización financiera en Nicaragua, abarcando el período 1994 - 2015.

6.6 Delimitación espacial

El trabajo se realizó específicamente en el territorio de la República de Nicaragua.

VII. Análisis de Resultados

7.1 La Dolarización Financiera Extraoficial de la Economía de Nicaragua

Nicaragua es la economía del istmo centroamericano que ha experimentado mayor inflación. En la década de 1980 fue un período de alta inflación e hiperinflación, el cual respondía a las circunstancias del conflicto bélico interno que vivía el país. Entre los aspectos más destacados acerca de la dolarización financiera extraoficial de la economía de Nicaragua encontramos:

- Se originó con la hiperinflación del córdoba registrada en 1987 - 1991. A partir de 1985, la economía nicaragüense enfrentó un proceso inflacionario sin precedentes que tuvo su máxima expresión en el período 1989 - 1991 cuando el país experimentó tasas de hiperinflación en 1989 de 4,709.2%; 1990 de 7,485.2% y 1991 de 2,945.1%.
- Se fortaleció con el córdoba oro como unidad de cuenta en abril de 1990.
- Se consolidó con la cláusula de mantenimiento de valor en marzo de 1991.
- Se expandió con los mecanismos de indexación de los precios en córdobas con respecto al precio del dólar.

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 Crawling Peg 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.

7.1.1 El Mecanismo de Indexación de Precios de Córdobas a Dólares en Nicaragua.

Las diferentes economías de la región latinoamericana han sido afectadas por frecuentes períodos inflacionarios. Estas permanentes modificaciones en el nivel de precios, alteran el comportamiento de los agentes económicos que pretenden proteger sus niveles de bienestar.

En países que han experimentado hiperinflaciones, el público ha tomado una actitud radical para proteger el valor de sus activos financieros; dolarizando sus tenencias financieras. Esta actitud se ha visto respaldada por la autorización expresa de los gobiernos a realizar todo tipo de contratos en monedas extranjeras y/o indexadas al tipo de cambio de la moneda nacional respecto al dólar norteamericano.

En estos casos, la indexación consiste en ligar la evolución de un producto o variable a la evolución de un determinado índice. En términos generales la indexación es una técnica para ajustar los pagos de renta por medio de un índice de precios u otro, con el fin de mantener el

poder adquisitivo del público después de la inflación, mientras que desindexación se refiere a la anulación de la indexación.

Desde un punto de vista macroeconómico, hay cuatro categorías principales de indexación:

1. Indexación salarial.
2. La indexación de la tasa impositiva.
3. La indexación de los instrumentos financieros.
4. La indexación del tipo de cambio.

Los dos primeros suelen estar indexados a la inflación. El tercero puede estar indexado a cualquier índice financiero, un mercado de valores, el precio de una materia prima, etc. Al respecto del último de ellos, está generalmente indexado a una moneda extranjera, siendo común en países pequeños que indexan su moneda a la de otro país cercano y/o más grande (habitual con el dólar). Cualesquiera de estos diferentes tipos de indexación se pueden deshacer (desindexación).

Como resultado de estas autorizaciones, uno de los efectos de la actitud del público ha sido la dolarización casi completa de los depósitos bancarios. Más aún, se podría decir que el público ha indexado la generalidad de sus transacciones financieras a la tasa de depreciación de la moneda nacional frente al dólar norteamericano.

A partir de lo expuesto, se puede indicar que la indexación financiera surge como un mecanismo que intenta atenuar los efectos negativos que la inflación provoca en las actividades

económicas. La diferencia entre magnitudes reales y nominales en el tiempo, introducida por la inflación crea un incentivo para la adopción de mecanismos propensos a evitar sus efectos, que rara vez se desarrollan y universalizan sin la intervención de la autoridad pública.

En este sentido, el mecanismo de indexación y profundización del proceso de dolarización financiera en Nicaragua se desarrolla durante 1990. En este año, el dólar perdió más del 50.0% de su poder adquisitivo durante el año. La devaluación acumulada del córdoba respecto al dólar en el mercado negro fue de 5,600.0%, menor a la inflación acumulada, la cual alcanzó el 12,950.0%, reduciendo drásticamente la capacidad de compra del dólar para adquirir bienes y servicios. En ese mismo año, hubo una disminución del 32.0% de los ingresos fiscales, determinada con el efecto Tanzi, es decir, que el estado recibió una masa de dinero, pero con poder de compra inferior al año anterior producto de la alta inflación.

De igual manera en ese año el gobierno implementó una reforma tributaria con el objetivo de contrarrestar la caída de sus ingresos y mejorar la eficiencia de la administración del sistema tributario. El aspecto clave de esta reforma fue la indexación al dólar del pago de impuestos y servicios públicos, que permitió al gobierno evitar un deterioro mayor de las finanzas públicas.

En el año 1993, después de un período de inestabilidad macroeconómica, el Gobierno de Nicaragua estableció como ancla un esquema de tipo de cambio del córdoba frente al dólar. Este régimen incentivó el desarrollo de mecanismos de indexación cambiaria y un mayor grado de dolarización de la economía. Asimismo, el mantenimiento de la paridad del córdoba oro con el

dólar también tuvo un impacto inflacionario sobre la economía, ya que incentivo la indexación de los precios y salarios al dólar a una tasa de cambio ficticia.

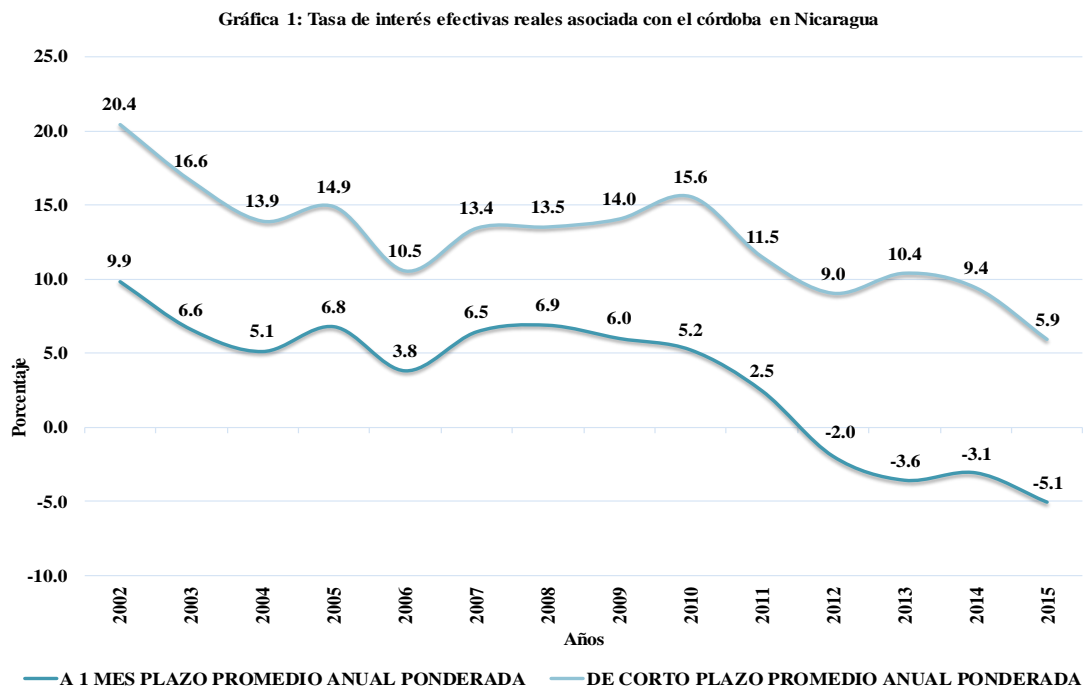
Con estas iniciativas, sobre todo la sustitución del córdoba por el córdoba oro impidieron conseguir el objetivo de reducir el déficit fiscal. El déficit fiscal, en vez de reducirse se ensanchó, al pasar de 2.0% del PIB en 1989 a 14.0% del PIB en 1990.

Este problema macroeconómico antes mencionado se manifiesta con el muy elevado déficit comercial de bienes de la balanza de pagos del país. Entre 1990 y 2014, en porcentajes del PIB, la media aritmética de dicho déficit comercial es del orden del 22.7%, su nivel máximo fue 32.0% en 1992, su nivel mínimo fue 12.0% en 1995 y en los últimos 18 años (1997 - 2015), siempre ha sido mayor del 20.0%.

Este contexto cambiario se consolidó en julio de 2010, al señalar el BCN en el Artículo 38 de su actual ley orgánica que “En todo contrato podrá establecerse una cláusula por la cual las obligaciones expresadas en córdobas mantendrán su valor con relación a una moneda extranjera. En este caso, si se produce una modificación en el tipo oficial de cambio del Córdoba con relación a dicha moneda, el monto de la obligación expresada en córdobas deberá ajustarse en la misma proporción a la modificación operada”. De esta manera se oficializó la excesiva dolarización financiera extraoficial de la economía que ha provocado la pérdida de la efectividad de la política cambiaria.

En cuanto a la liberalización de los controles administrativos sobre los bancos, esta ha hecho que las tasas de interés reales domésticas sean negativas para los depósitos de ahorro y

altamente positivas para los préstamos, por lo cual no se promueve el uso del córdoba con mantenimiento de valor. Ver gráfica 1.



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.1.2 La importancia de las tres monedas que circulan en Nicaragua.

En el caso de América Latina, el pasado de desórdenes macroeconómicos y episodios hiperinflacionarios de los años ochenta y principios de los noventa justifican que en algunos casos exista poca confianza en las políticas económicas y en la moneda local como reserva de valor. Según Philip Cagan (1956), se refiere a un desorden fiscal y monetario que se refleja en un aumento mensual de precios superior al 50.0%. Por otra parte, de acuerdo a Dornbusch R., Fischer S. y Startz R. (2004), se consideran aquellos episodios en que la inflación alcanza el 1,000.0% al año. En el caso del córdoba nicaragüense se desprestigió por ser una de las monedas

con mayor hiperinflación mensual y por consiguiente anual del mundo en el Siglo XX. Ver tabla

5.

Tabla 5

Hiperinflaciones en América Latina

Posición	País	Empezó	Termino	Peor Inflación Mensual	Inflación Diaria	Moneda
12	Perú	Jul. 1990	Ago. 1990	397.0%	5.5%	Inti
18	Nicaragua	Jun. 1986	Mar. 1991	261.0%	4.4%	Córdoba
27	Argentina	May. 1989	Mar. 1990	197.0%	3.7%	Austral
28	Bolivia	Abr. 1984	Sep. 1985	183.0%	3.5%	Boliviano
37	Perú	Sep. 1988	Sep. 1988	114.0%	2.6%	Inti
40	Chile	Oct. 1973	Oct. 1973	87.0%	2.1%	Escudo
43	Brasil	Dec. 1989	Mar. 1990	83.0%	2.0%	Cruzado y Cruzeiro

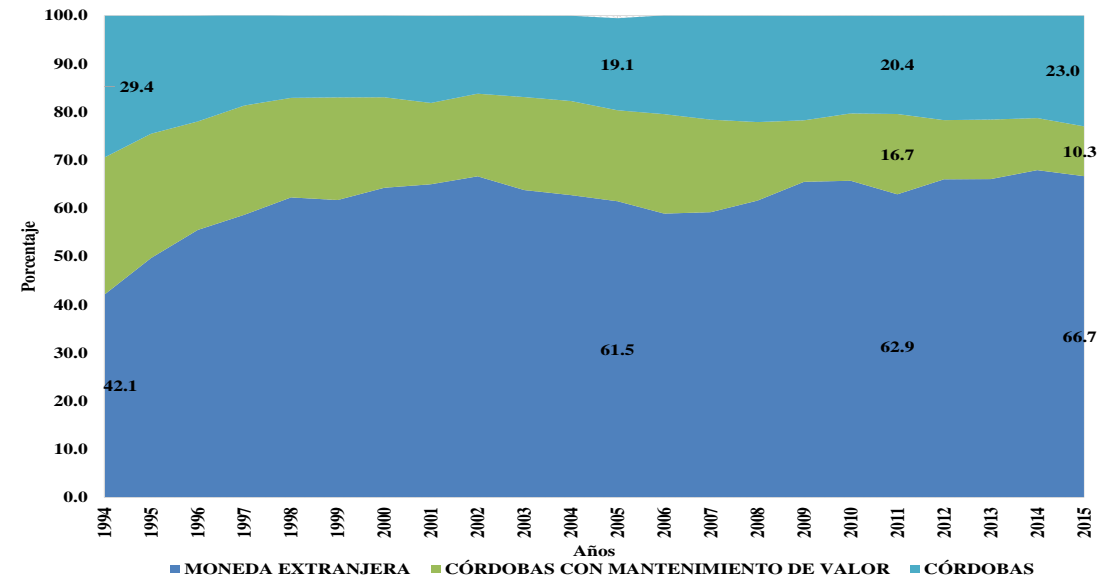
Fuente: Elaboración propia con datos de Hanke, H. y Krus, N. (2012). "World Hyperinflations", Cato Working Paper no. 8, August 15.

Como resultado natural de la pérdida de poder adquisitivo, los agentes trasladaron parte de su riqueza financiera a una moneda fuerte y se comenzaron a realizar pagos también en moneda extranjera. Sin embargo, la dolarización de los depósitos no se revirtió luego de finalizado el proceso hiperinflacionario.

De acuerdo a la gráfica 2, luego de la hiperinflación se constituyó el uso de tres monedas, como son:

1. El dólar participa con el 66.7% en la liquidez global, el 74.0% en el total de los depósitos y el 91.0% en el total de préstamos.
2. El córdoba "con mantenimiento de valor", que es un dólar disfrazado, participa con el 10.0% en la liquidez global, el 11.0% en el total de los depósitos y el 9.0% en el total de los préstamos.
3. El córdoba, la moneda de curso legal, apenas participa con el 23.0% en la liquidez global y el 15.0% en el total de los depósitos.

Gráfica 2: Participación de las tres monedas en la liquidez global de Nicaragua

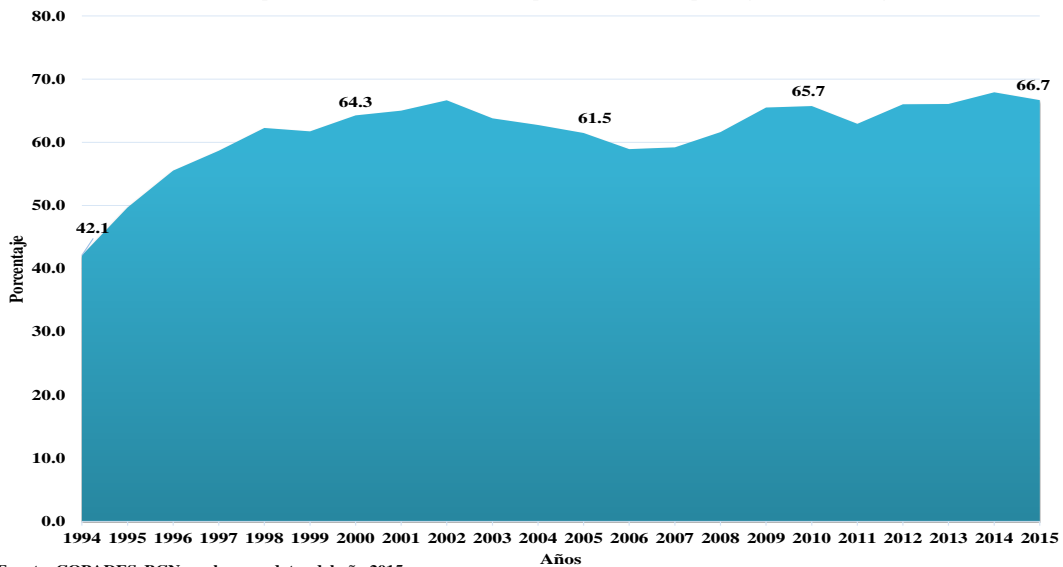


Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.1.3 Dolarización Financiera Extraoficial en Nicaragua.

En Nicaragua los depósitos en dólares del SFN al 31 de diciembre de 2015 representan el 66.7% de la liquidez de la economía (M3A), con el criterio generalmente aceptado siendo más del 30.0%, encontramos que la economía está altamente dolarizada. Ver gráfica 3.

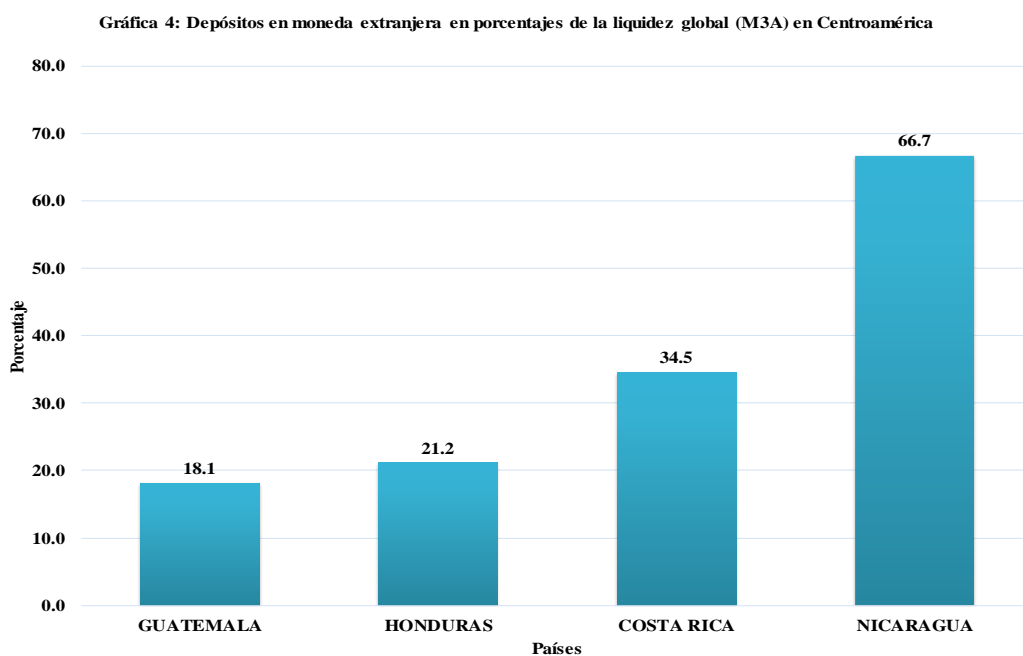
Gráfica 3: Depósitos en moneda extranjera en porcentajes de la liquidez global de Nicaragua



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

En los países centroamericanos, para el año 2015, considerando depósitos en moneda extranjera como porcentaje de la liquidez global (M3A), se registra en orden de importancia de la proporción de dolarización a Nicaragua, 66.7%; Costa Rica, 34.5%; Honduras, 21.2%; y Guatemala, 17.1%. Una parte sustancial de la dolarización puede explicarse por una persistente falta de credibilidad en la política monetaria. En este sentido, la dolarización financiera constituye por lo menos en parte, la respuesta óptima de los agentes al riesgo agregado (o sistémico) de precios.

El en caso de Nicaragua, posee un elevado porcentaje de dolarización para el tamaño de su economía y que eventualmente podría superar al resto de países, constituyéndose en la segunda economía dolarizada de la región centroamericana después de Panamá. Ver gráfica 4.



Al analizar los procesos de dolarización parcial en las economías de algunos países asiáticos y de Latinoamérica se observa que el crecimiento de la relación de depósitos en moneda extranjera a M3A ha sido propiciado por altas tasas de inflación, tasas de interés reales negativas y fuertes devaluaciones que han incrementado el valor que los depósitos en moneda extranjera tienen en términos de moneda doméstica.

Un aspecto importante, es que, aún y cuando los procesos de dolarización se asocian a períodos de alta inflación e inestabilidad financiera, la relación de depósitos en moneda extranjera con respecto a M3A continuó incrementándose después de la exitosa reducción de la inflación experimentada a finales de los años ochenta y a principios de los años noventa en algunos países latinoamericanos. Una posible explicación a este fenómeno, aparte de la que se sustenta en la eliminación de restricciones a los depósitos en moneda extranjera, es la que se conoce como la “no reversibilidad de la dolarización” o la “teoría de la histéresis de la dolarización”. Según Nienke Oomes, (2003), la Histéresis de la Dolarización es un fenómeno que ocurre cuando la dolarización (real y/o de activos) se incrementa como consecuencia de un aumento de la inflación o el tipo de cambio, pero no disminuye cuando estas variables disminuyen; es más, la dolarización aumenta.

7.1.3.1 Razones de Dolarización Financiera en Centroamérica.

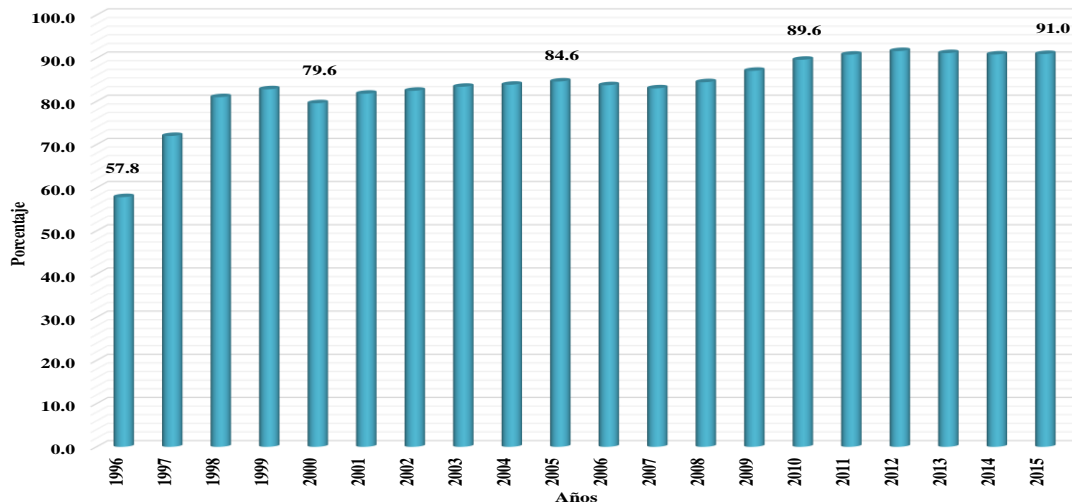
La dolarización financiera, en la cual se usa el dólar para denominar depósitos, préstamos y otros contratos financieros, responde a la necesidad de los agentes de tener una moneda que permita preservar el valor de los activos. Este tipo de dolarización,

bastante común, se explica porque, entre otras razones, los agentes preferirán disminuir la volatilidad del valor real de su portafolio de activos con la utilización de la moneda extranjera. Esta es una característica distintiva del sector bancario de muchos países de América Latina y el Caribe.

Las dos razones de dolarización financiera extraoficial para Nicaragua, muestran niveles que vuelven inefectiva a la política monetaria:

1. Los préstamos entregados en moneda extranjera representan el 91.0% de la cartera total de préstamos, el 9.0% restante corresponde a los córdobas con mantenimiento de valor. Ver gráfica 5.

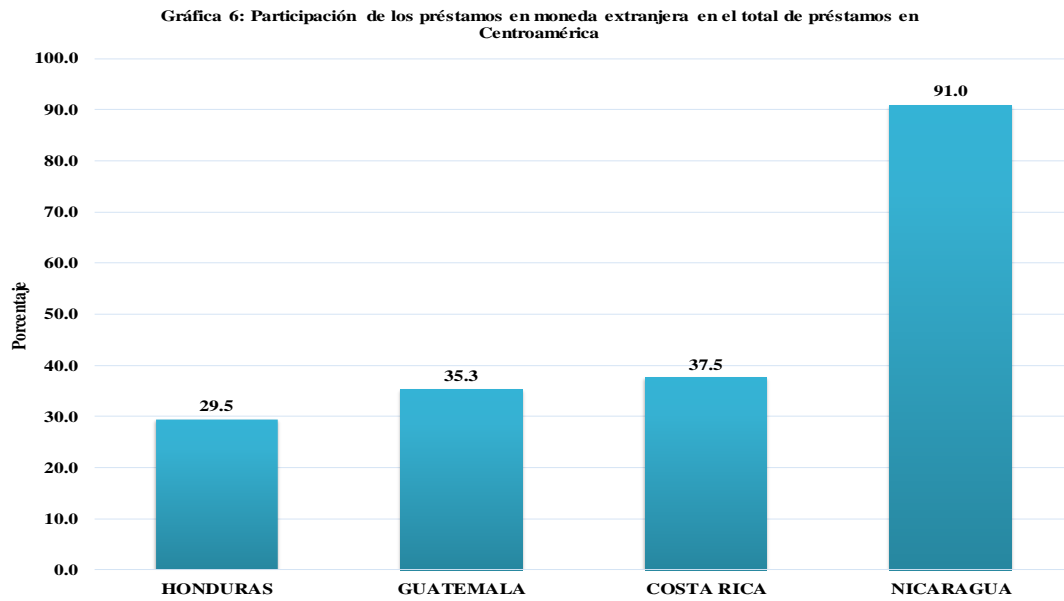
Gráfica 5: Participación de los préstamos en moneda extranjera en el total de la cartera de préstamos de Nicaragua



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

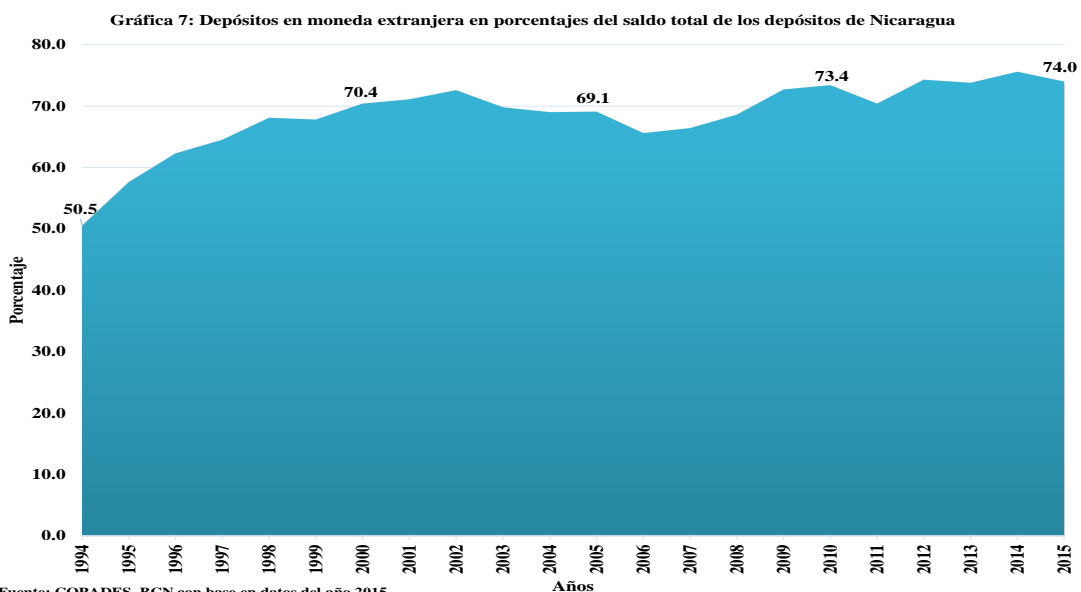
Al finalizar el año 2015, los préstamos en moneda extranjera, respecto al total de la cartera de préstamos de los países centroamericanos en orden de importancia es

Nicaragua, 91.0%; Costa Rica, 37.5%; Guatemala, 35.3% y Honduras, 29.5%. Ver gráfica 6.



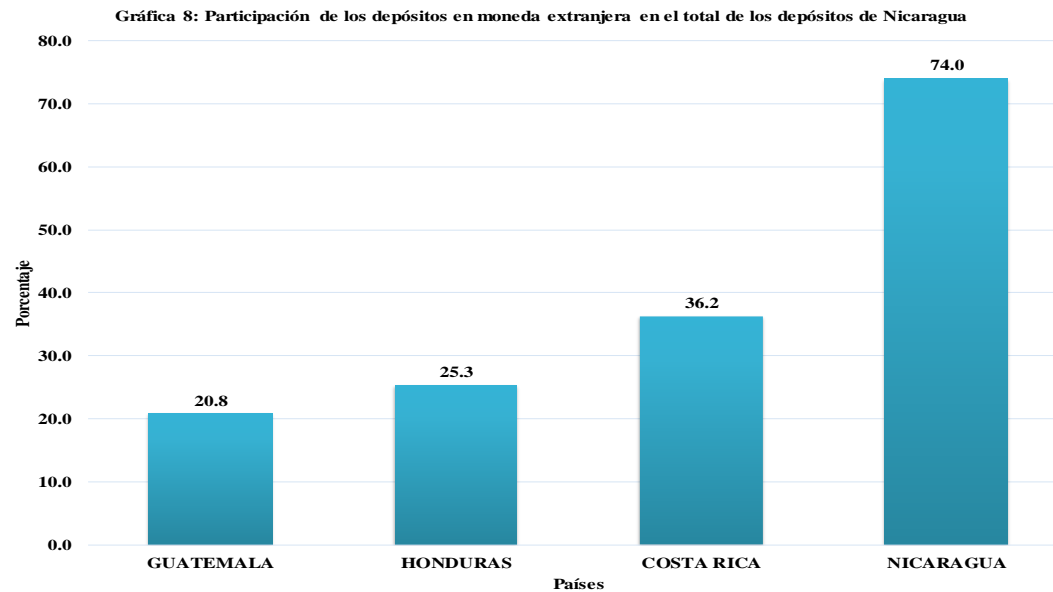
Fuente: COPADES, con base en datos oficiales de cada país del año 2015. Países

- En Nicaragua los depósitos en moneda extranjera del SFN Al 31 de diciembre de 2015 representan el 74.0% del saldo total de los depósitos del SFN, constatando la preferencia por los agentes económicos de mantener sus depósitos en moneda extranjera. Ver gráfica 7.



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

Nuestra moneda de curso legal, el córdoba (sin mantenimiento de valor), apenas domina el 26.0% del mercado monetario, mientras en Costa Rica, 63.8%; Honduras, 74.7% y Guatemala, 79.2%. Ver gráfica 8.



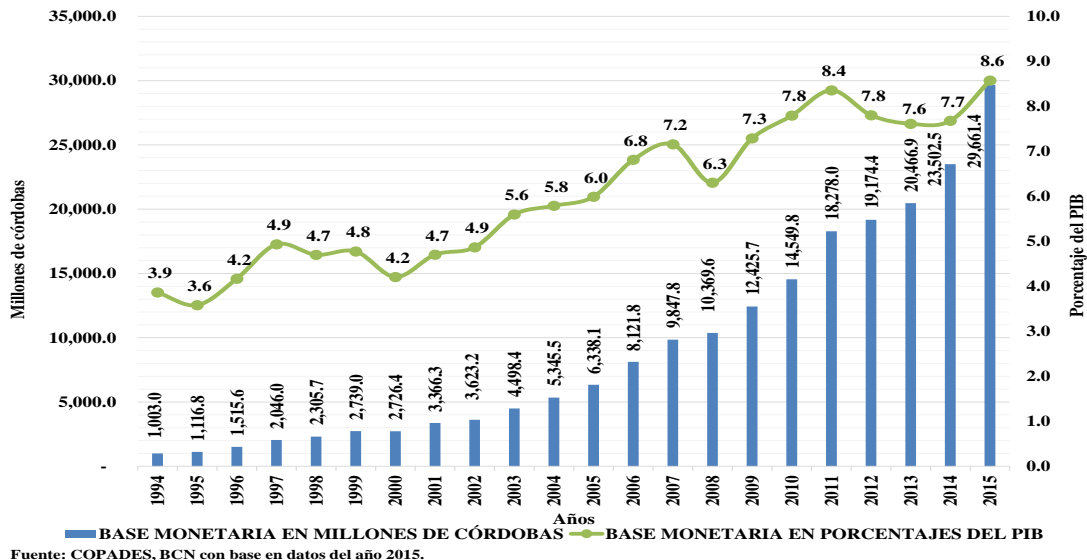
7.1.3.2 La Dolarización de las Transacciones en Nicaragua.

La excesiva dolarización financiera extraoficial provoca efectos adversos sobre la política macroeconómica y la estabilidad financiera, entre ellos:

1. La reducción o pérdida de control de la política monetaria.
2. La pérdida del control de la política cambiaria, también deteriorada con la proliferación de mecanismos de indexación de precios en córdobas con respecto al precio del dólar estadounidense.
3. La pérdida de señoreaje, que es la capacidad del Estado para obtener ingresos valiéndose de su derecho a crear dinero, debido a la reducción de la demanda por moneda local y las eventuales presiones hacia el Banco Central para no realizar ajustes cambiarios por el

efecto sobre las carteras de los bancos; pero, particularmente, se enuncian las consecuencias que pueden tener las operaciones en moneda extranjera sobre la gestión de política monetaria del Banco Central. Ver gráfica 9.

Gráfica 9: El señoreaje de la Base Monetaria de Nicaragua



4. Una crisis de liquidez, porque los prestamistas de última instancia pueden financiar en moneda nacional en el caso de las corridas bancarias, pero no pueden proporcionar fondos ilimitados en moneda extranjera. En este caso, los depositantes en moneda extranjera son más propensos al pánico en el largo plazo.
5. Un aumento del riesgo cambiario por los descalces en moneda extranjera en los balances generales de los bancos.
6. La reducción de la eficacia de los pagos, porque los billetes de dólar no se adaptan a las necesidades de las micro y pequeñas empresas.

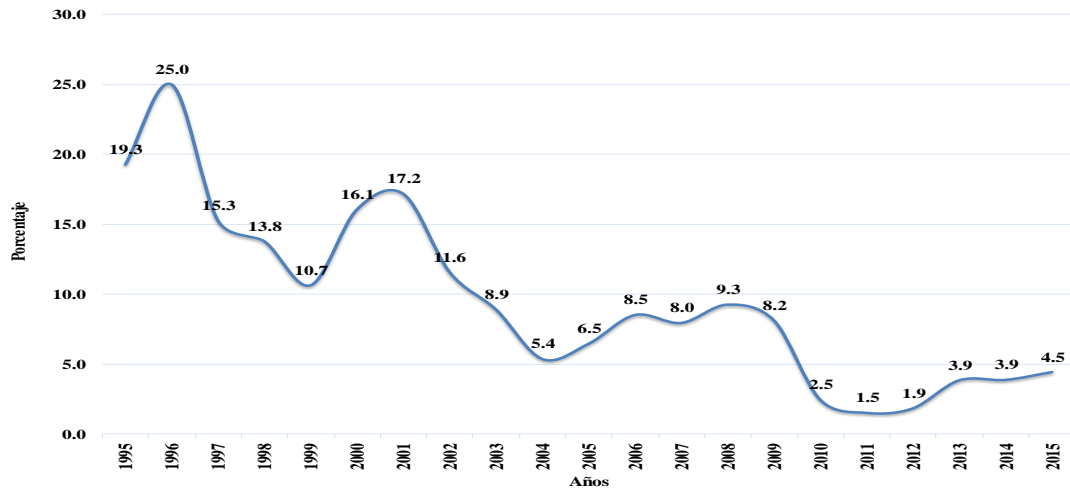
Como se puede constatar, los agentes económicos son reacios a dejar el dólar y usar el córdoba debido a la falta de confianza. El costo de las transacciones redenominadas en córdobas sería alto hasta que exista consenso entre los participantes del mercado en el uso del córdoba.

De tal manera que el BCN no posee una efectiva política financiera, porque la eficacia del canal de la tasa de interés se diluye cuando la mayoría de las intermediaciones se realizan en dólares estadounidenses, por consiguiente, la tasa de rendimiento de las Letras Estandarizadas que subasta semanalmente, no influye sobre las tasas de interés del sistema bancario comercial del país, que al año 2015 goza de la mayor tasa de rentabilidad entre los países centroamericanos gracias a su elevada tasa de intermediación financiera. En este año tenemos los siguientes resultados:

- 1.** Para depósito en córdobas: 9.7%. En términos ponderados promedio anual:
 - a)** Tasa de interés activa: 12.5%
 - b)** Tasa de interés pasiva: 2.8%
- 2.** Para depósitos en dólares: 6.4%. En términos ponderados promedio anual:
 - a)** Tasa de interés activa: 9.5%
 - b)** Tasa de interés pasiva: 3.1%

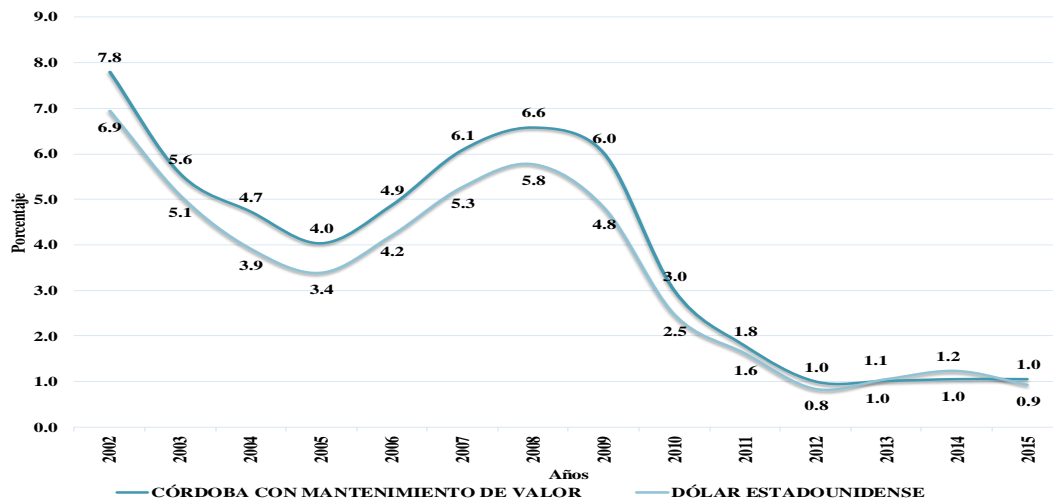
La evidencia empírica demuestra que la tasa de rendimiento de las Letras Estandarizadas a 1 año plazo que subasta el BCN semanalmente (Ver gráfica 10) no es significativa para explicar la tasa de interés de ahorro (Ver gráfica 11), y la tasa de interés activa de corto plazo del SFN (Ver gráfica 12). Esto demuestra que un objetivo intermedio de la política monetaria, como es la tasa de interés de mercado, no funciona para alcanzar el objetivo último de la política monetaria, que es la tasa de inflación.

Gráfica 10: Tasa de rendimiento a 1 año plazo de títulos subastados por el Banco Central de Nicaragua



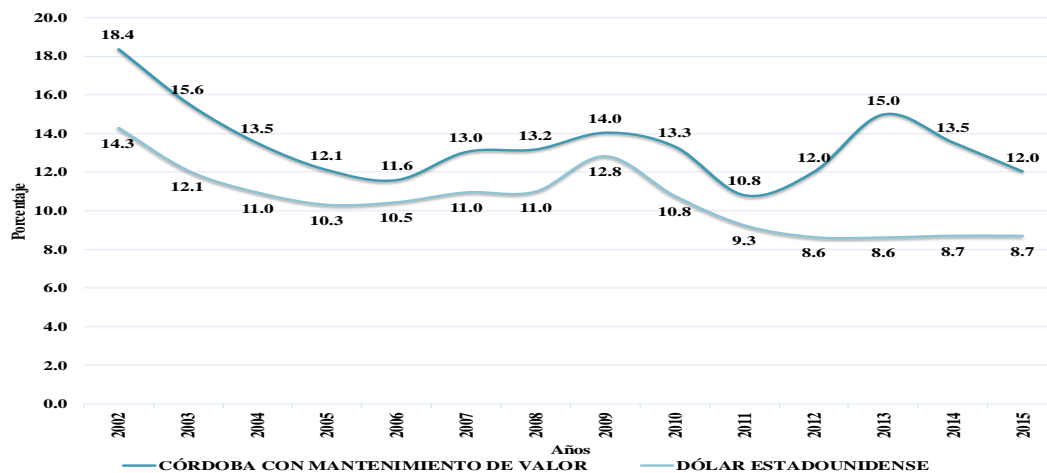
Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

Gráfica 11: Tasas de interés pasivas a 1 mes plazo nominal promedio anual ponderadas en Nicaragua



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

Gráfica 12: Tasas de interés activas de corto plazo nominal promedio anual ponderada en Nicaragua



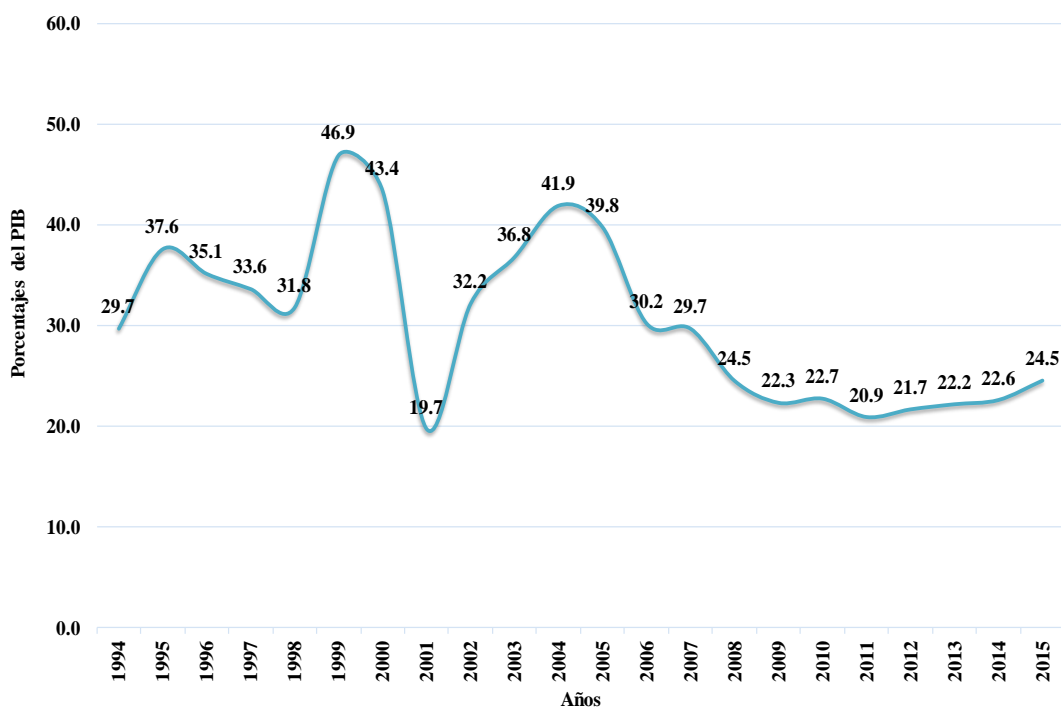
Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.2 Análisis Macroeconómico de Nicaragua 1994 - 2015

7.2.1 Inversión Gubernamental y Presupuesto Nacional.

En términos generales, la participación de inversión gubernamental fue de 24.5% del gasto total del Presupuesto General de la República. Es decir, en la estructura del presupuesto la mayor parte se destinan al pago de remuneraciones, compra de bienes y servicios de consumo e intereses de la deuda gubernamental y en menor medida se asignan al gasto en construcción y adquisición de maquinaria y equipos, lo cual constituye una restricción para el crecimiento económico sostenible del país. Ver gráfica 13.

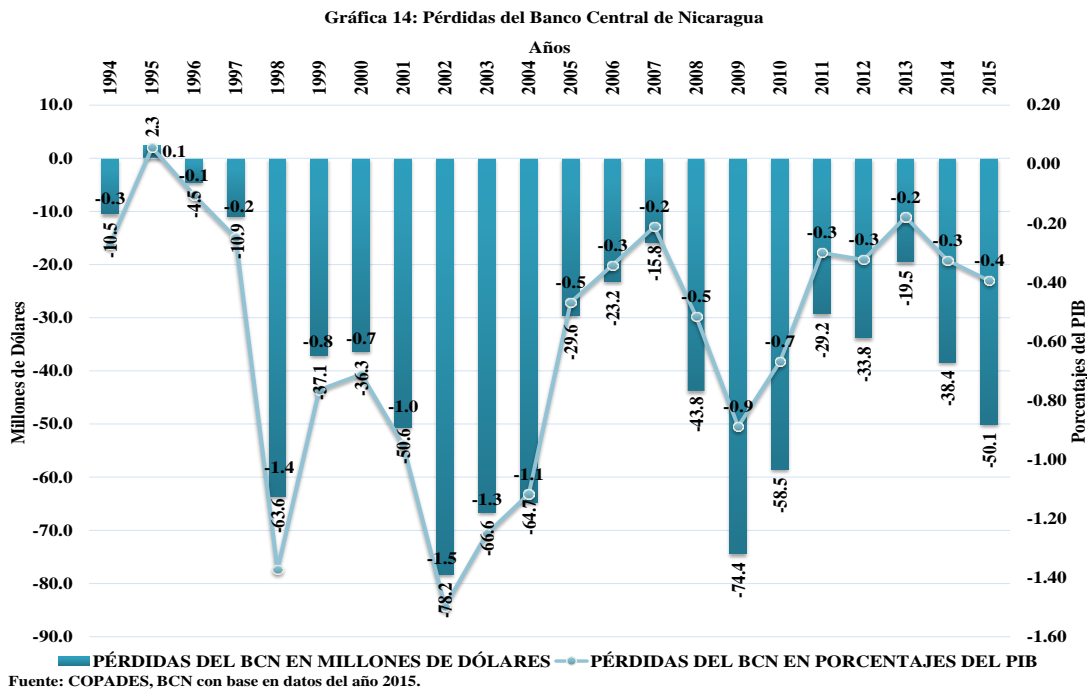
Gráfica 13: Participación de la inversión gubernamental en el gasto total del presupuesto nacional



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.2.2 Pérdidas del Banco Central de Nicaragua.

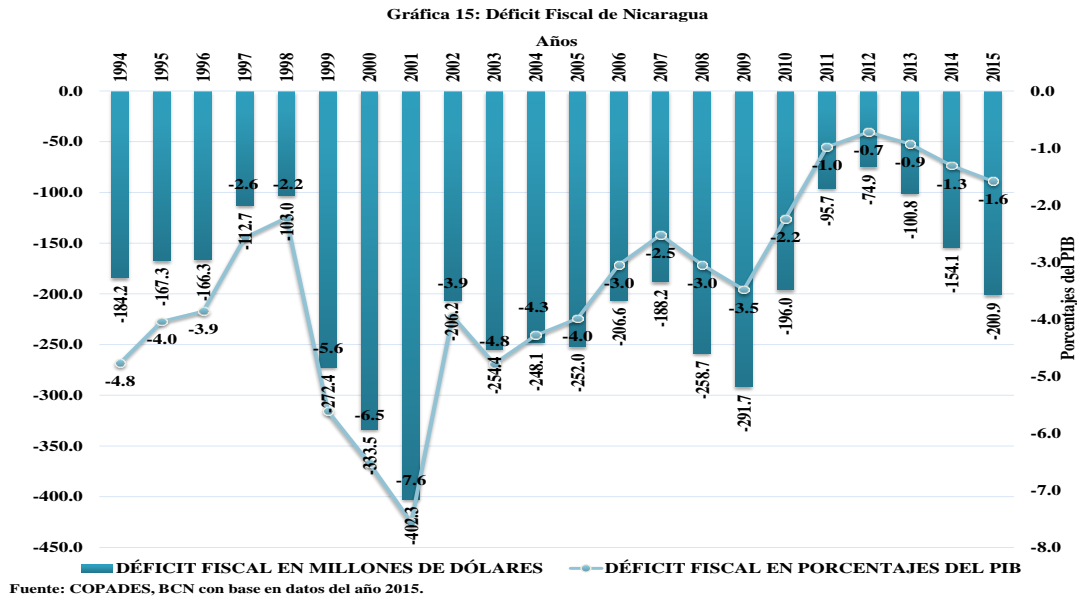
El BCN acumula pérdidas equivalentes a US\$837.0 millones en el período 1994 - 2015. En 2015 representan US\$50.1 millones equivalentes a 0.4% del PIB. En este caso cuando el influjo de capital es cuantioso, el marco institucional puede llevar no sólo a la pérdida del señoreaje que por derecho le corresponde al gobierno, sino a la necesidad de otorgar un apoyo fiscal al Banco Central. Ver gráfica 14.



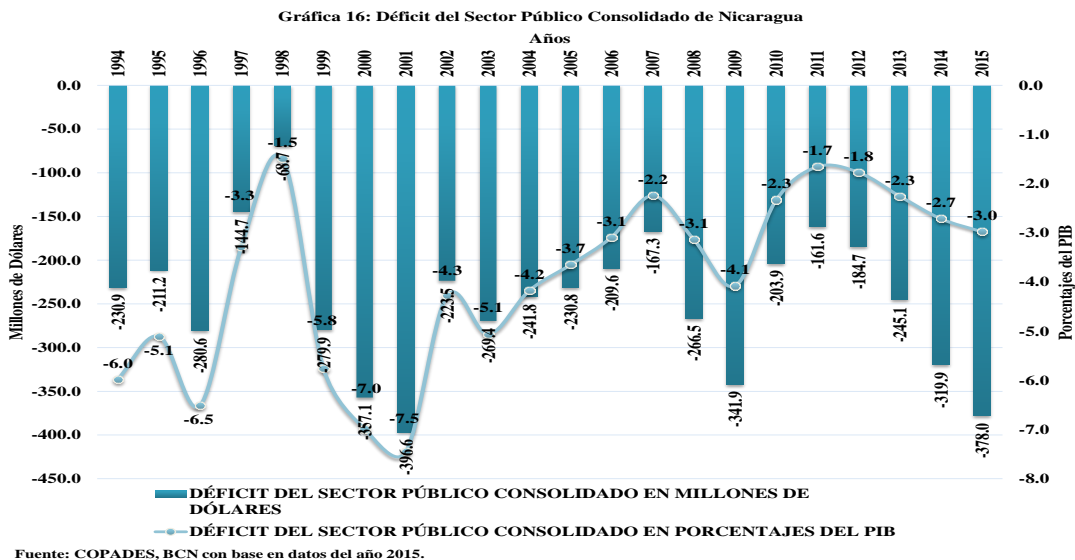
7.2.3 El Déficit Fiscal de Nicaragua.

Nicaragua ha mantenido un bajo déficit fiscal al cierre del año 2015 con el 1.6% como porcentaje del PIB, reduciendo la necesidad gubernamental del financiamiento externo, lo cual

también reduce el aumento de dolarización de los pasivos del gobierno. Sin embargo, el déficit fiscal acumulado de 1994 al 2015 es de US\$4,469.8 millones. Ver gráfica 15.

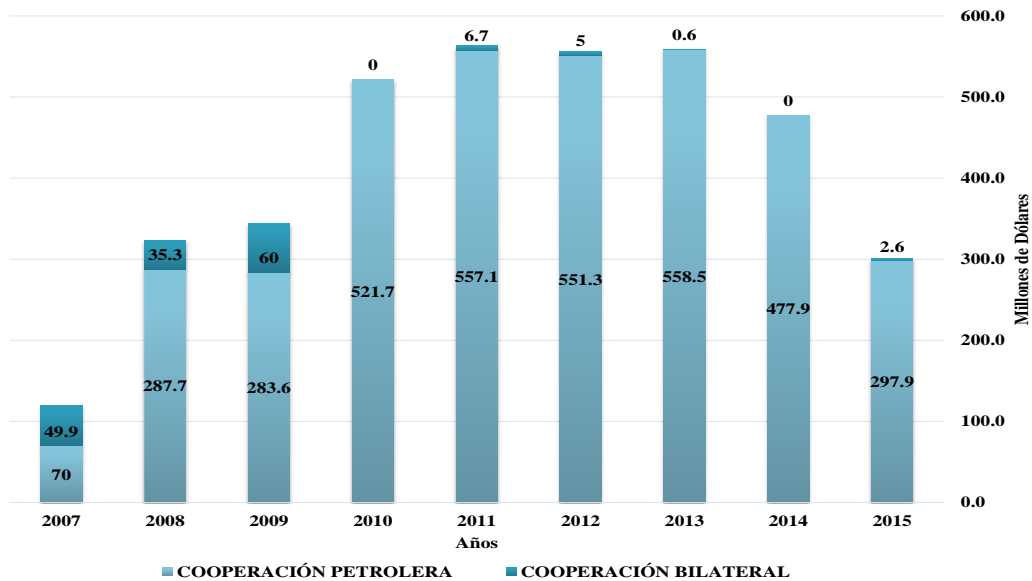


El déficit del sector público consolidado, que incluye el déficit fiscal del Gobierno Central y el déficit de instituciones públicas, y el déficit cuasifiscal o pérdidas del BCN aumentó a 3.0% en 2015 (2.7% del PIB en 2014). El Déficit del Sector Público Consolidado acumulado durante el período 1994 – 2015 es de US\$5,413.5 millones. Ver gráfica 16.



Aunque en Nicaragua existen desequilibrios fiscales y cuasifiscales, que en 2015 representaron alrededor del 5.0% del PIB, se excluye el crédito petrolero de Venezuela que se registra como deuda privada externa, el cual, entre los años 2007 y 2015 ha variado entre 1.6% y 6.0% del PIB y en promedio ha sido el 4.2%. En 2015 representó el 2.4% del PIB (US\$300.5 millones). Ver gráfica 17.

Gráfica 17: Cooperación Externa de Venezuela hacia Nicaragua



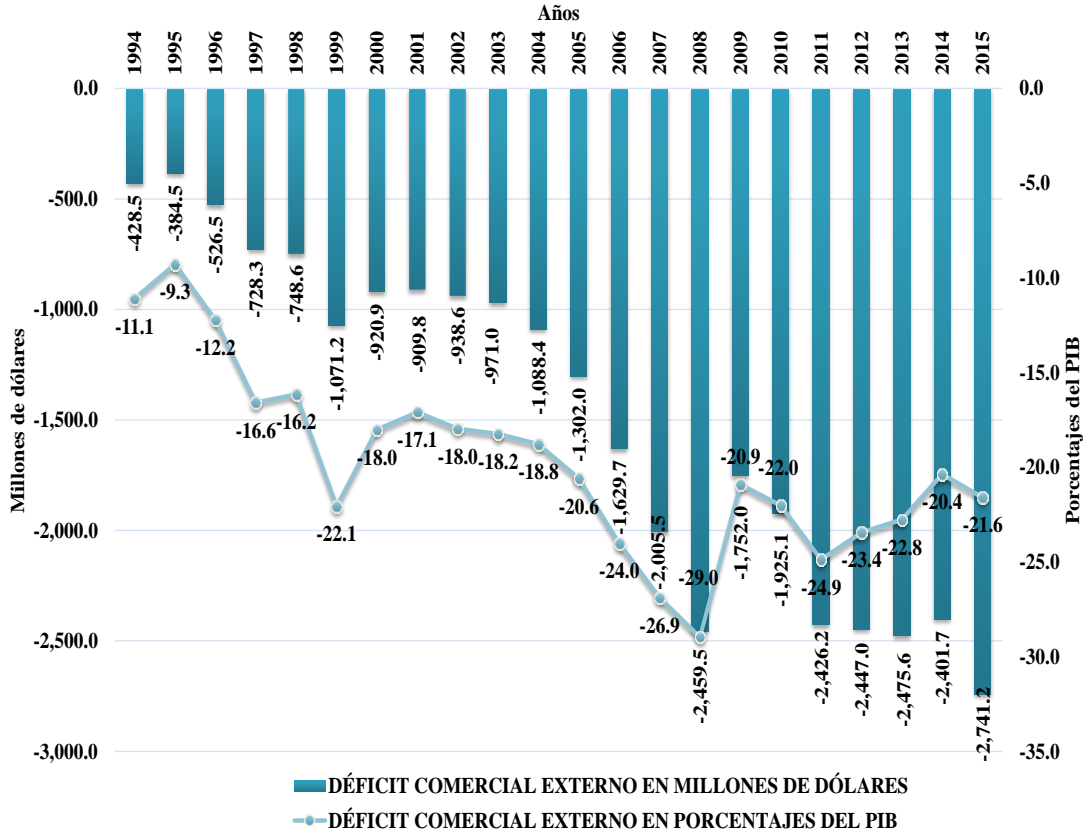
Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.2.4 El Déficit Comercial de la Balanza de Pagos de Nicaragua.

Es necesario iniciar el proceso de reducción del déficit comercial de bienes y servicios de la balanza de pagos, que desde hace muchos años se ha mantenido en un nivel muy cercano al 20.0% del PIB y continúa siendo financiado con remesas familiares en la cuenta corriente, las donaciones, los préstamos externos y con los nuevos flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) en la cuenta de capital. El resultado ha sido que sumado al creciente déficit de balanza de pagos, el aumento de la entrada de divisas acelera el fenómeno de la dolarización. El Déficit Comercial

acumulado con el exterior durante el período 1994 – 2015 es de US\$32,281.8 millones. Ver gráfica 18.

Gráfica 18: Déficit Comercial Externo de Nicaragua

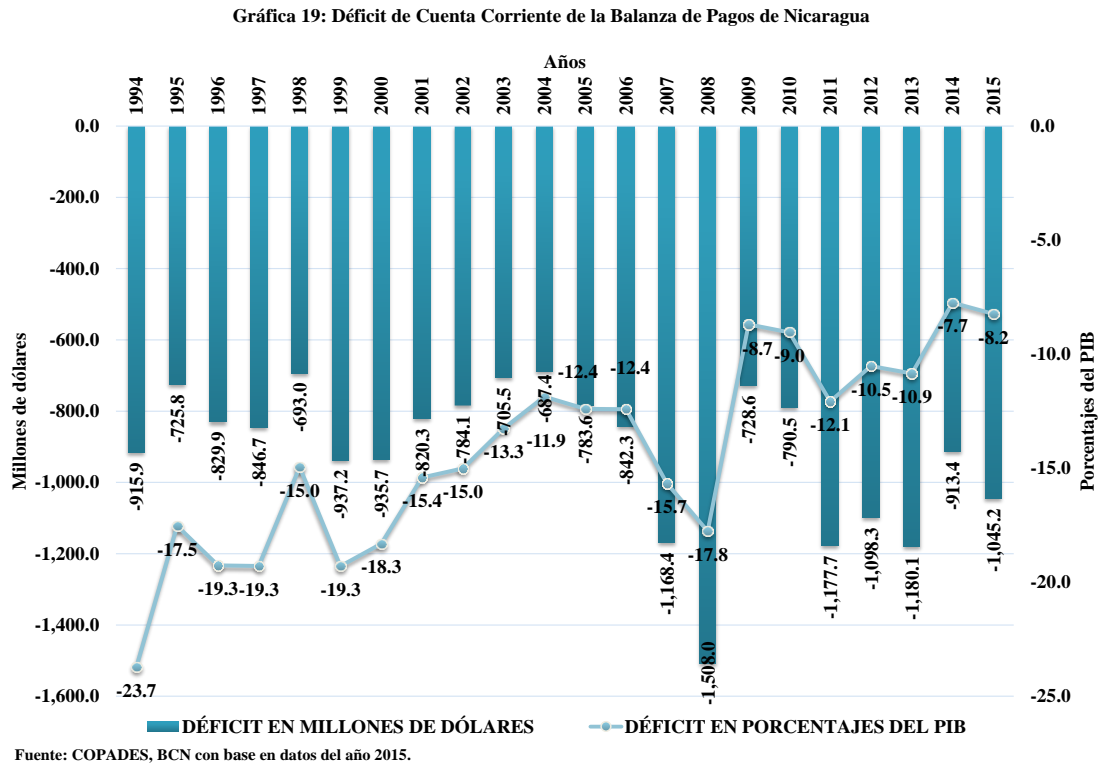


Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.2.5 El Déficit de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Nicaragua.

Nicaragua, muestra desde hace muchos años el riesgo del elevado déficit en cuenta corriente. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos resultante en 2015 sería igual a 8.2% del PIB equivalente a US\$1,045.0 millones, y se financia con la cooperación oficial del sector público y el flujo bruto de inversión extranjera directa. Estos grandes flujos de recursos

externos sobrevalúan al córdoba. El Déficit acumulado en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos durante el período 1994 – 2015 es de US\$20,117.6 millones. Ver gráfica 19.

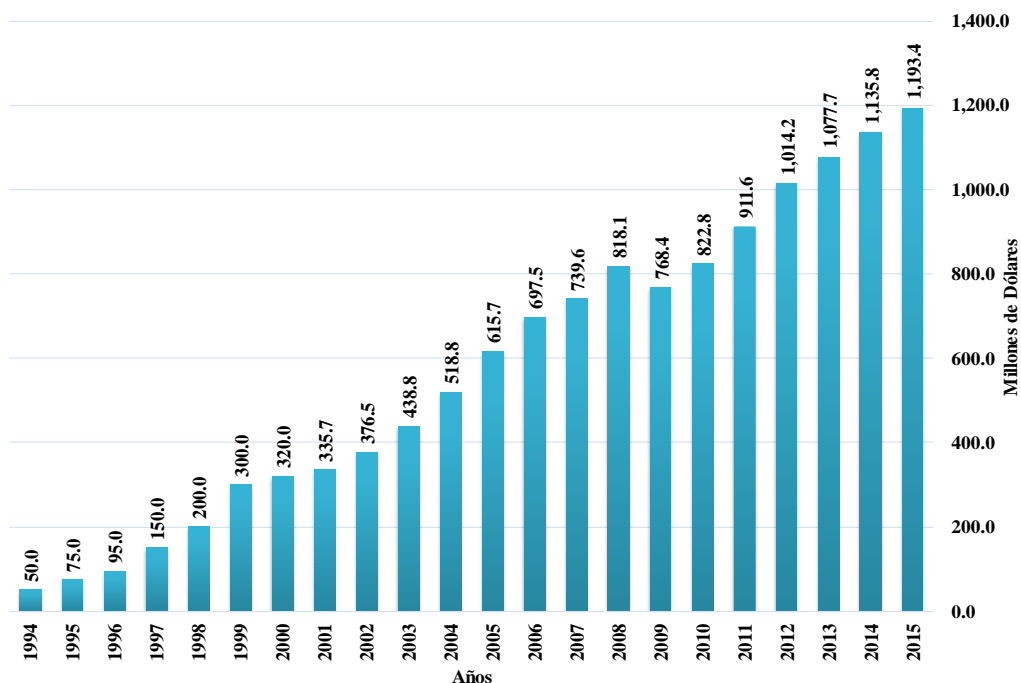


7.2.6 El Flujo de Remesas Familiares.

El Banco Central de Nicaragua (BCN) define las remesas de los trabajadores como aquellas transferencias corrientes realizadas por emigrantes nicaragüenses que trabajan en otras economías donde son considerados residentes, en concordancia con el Manual de Balanza de Pagos del FMI (Sexta Edición). Por convención internacional, son residentes de una economía las personas que permanecen, o tienen la intención de permanecer, en ella por un período de un año o más, independientemente de su condición migratoria.

Al cierre del año 2015, las remesas recibidas por la economía nicaragüense ascendieron a US\$1,193.0 millones, reflejando un crecimiento de 5.0%, con respecto al mismo período de 2014 (US\$1,136.0 millones) y representaron el 9.4% del PIB. Por su parte, el flujo de remesas acumulado desde el año 1994 a 2015 se situó en US\$12,654.6 millones. Ver gráfica 20.

Gráfica 20: Remesas Familiares hacia Nicaragua



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

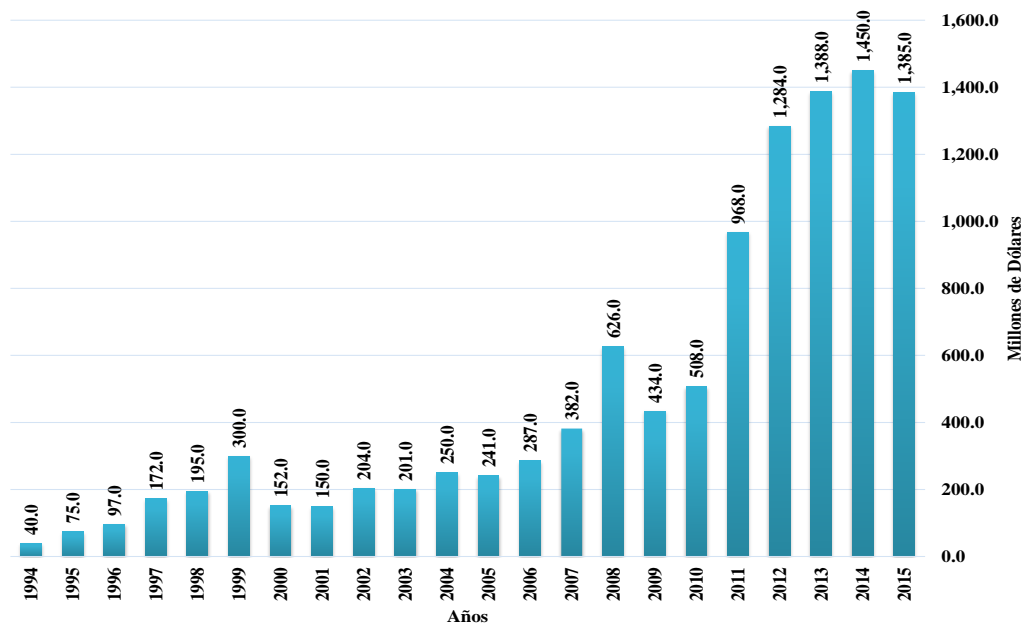
7.2.7 El Flujo de Inversión Extranjera Directa.

La inversión extranjera directa es la variable económica principal que impulsa la tasa de crecimiento económico de Nicaragua, ha tenido efectos positivos dentro del país, contribuyendo a la creación de puestos de trabajo en el sector formal de la economía.

El flujo anual de la inversión extranjera directa neta (aproximadamente 60.0% de ingresos menos salida de capital extranjero durante 2015) también influye en el aumento de

sobrevaluación del córdoba. El flujo de inversión extranjera directa bruta acumulado desde el año 1994 a 2015 se situó en US\$10,789.0 millones. Ver gráfica 21.

Gráfica 21: Inversión Extranjera en Nicaragua



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

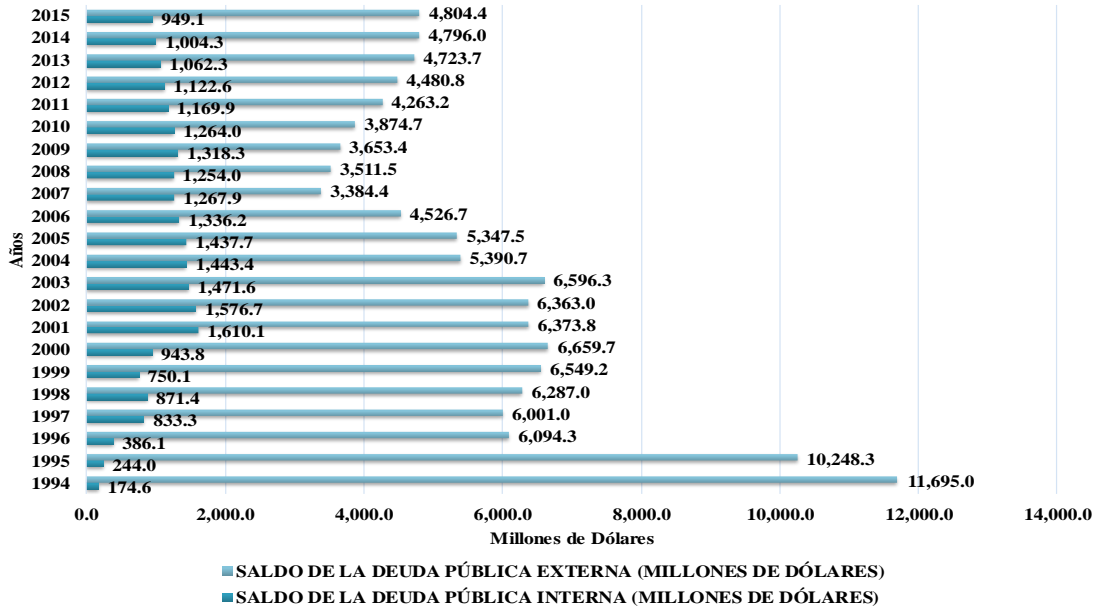
7.2.8 La Deuda Pública de Nicaragua.

Nicaragua tiene un bajo nivel de endeudamiento y un favorable perfil de deuda externa gracias a las dos iniciativas de reducción de deuda como la Iniciativa Para Países Pobres Muy Endeudados (PPME o HIPC por sus siglas en inglés) y la Iniciativa de Reducción de la Deuda Multilateral (MDRI, por sus siglas en inglés), a los déficits fiscales y cuasifiscales moderado, y a un desempeño económico sólido.

Al respecto, el saldo de la deuda pública total ha venido aumentando a un ritmo de 1.5% promedio ponderado durante el período 2011 - 2015, en el caso de la deuda pública externa total

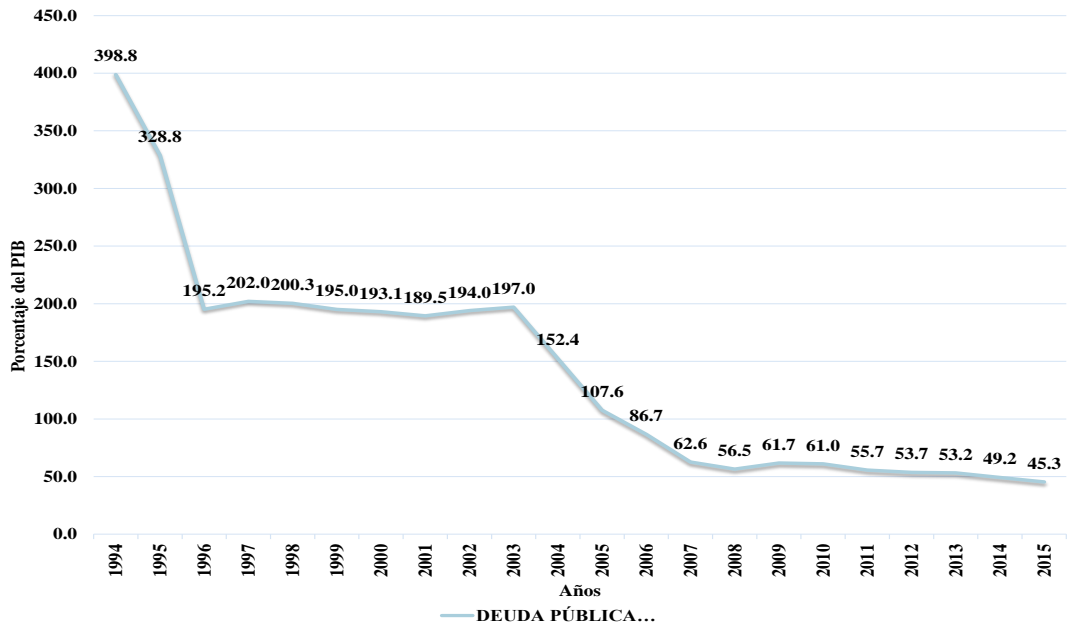
ha experimentado un aumento del 3.3% y la deuda interna ha disminuido 5.6%. La deuda pública total al cierre del año 2015 ascendía a US\$5,753.5 millones, equivalente al 45.3% del PIB (49.2% en 2014 y 55.7% en 2011). El equivalente en promedio ponderado respecto al PIB del 2011 al 2015 fue de 51.4% de deuda pública total. Ver gráfica 22 y gráfica 23.

Gráfica 22: Deuda Pública de Nicaragua



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

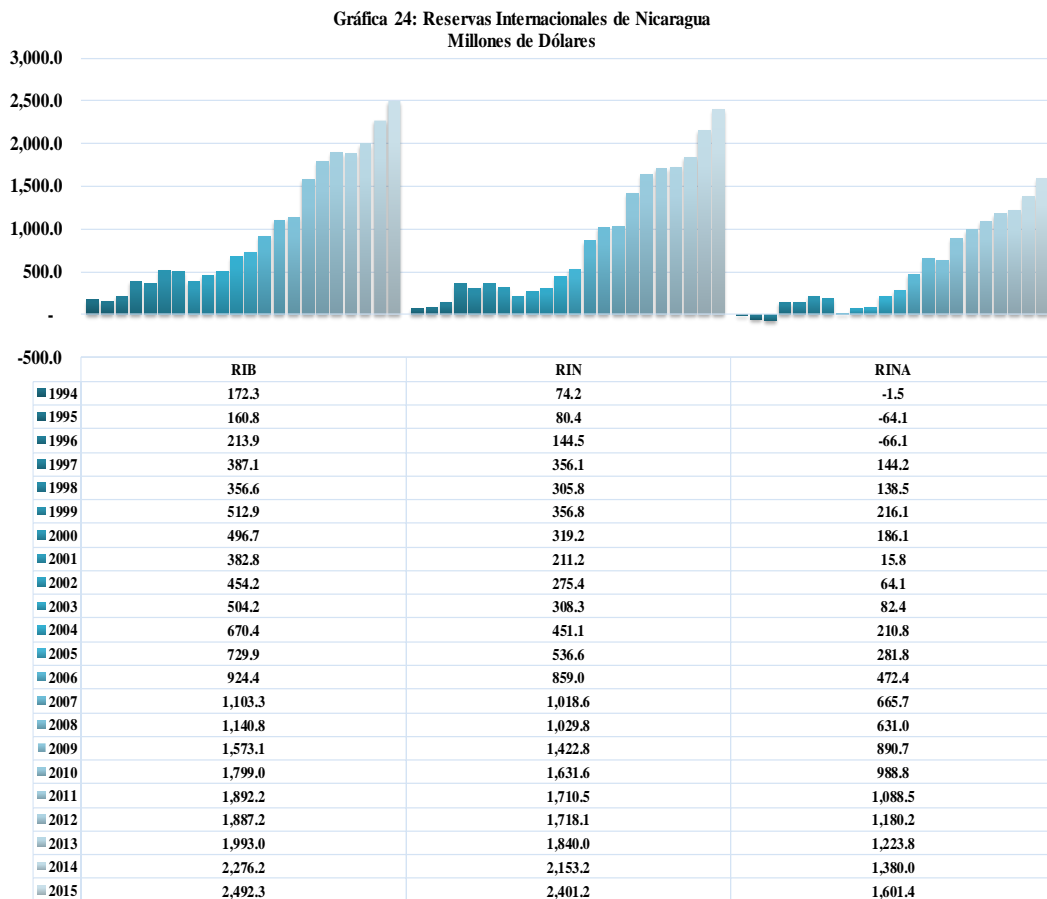
Gráfica 23: Deuda Pública como % del PIB de Nicaragua



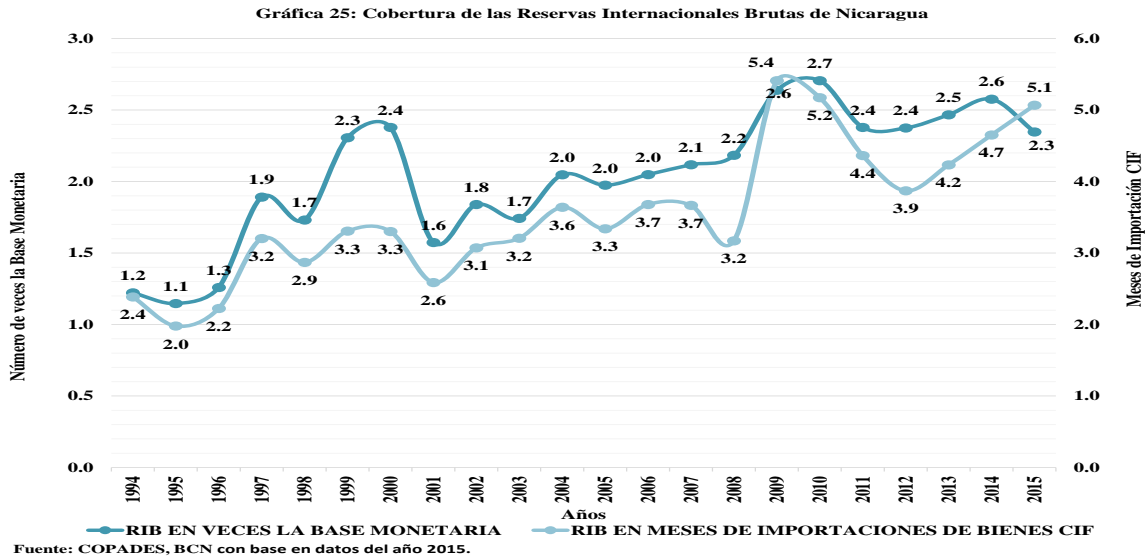
Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

7.2.9 Las Reservas Internacionales Brutas.

Las Reservas Internacionales Brutas constituyen una de las variables más sensibles de la economía nacional, su saldo está ajustándose continuamente para garantizar, antes de 2012, su equivalencia a 2.2 veces la base monetaria y, desde 2012, su igualdad a 2.5 veces la base monetaria. En el 2015 las RIB se ubicaron en US\$2,492.3 millones siendo 9.5% superior a 2014 (US\$2,276.2 millones), sin embargo, en años recientes su crecimiento ha sido menor (5.6% en 2013) o incluso han decrecido (-0.3% en 2012). Ver gráfica 24 y gráfica 25.

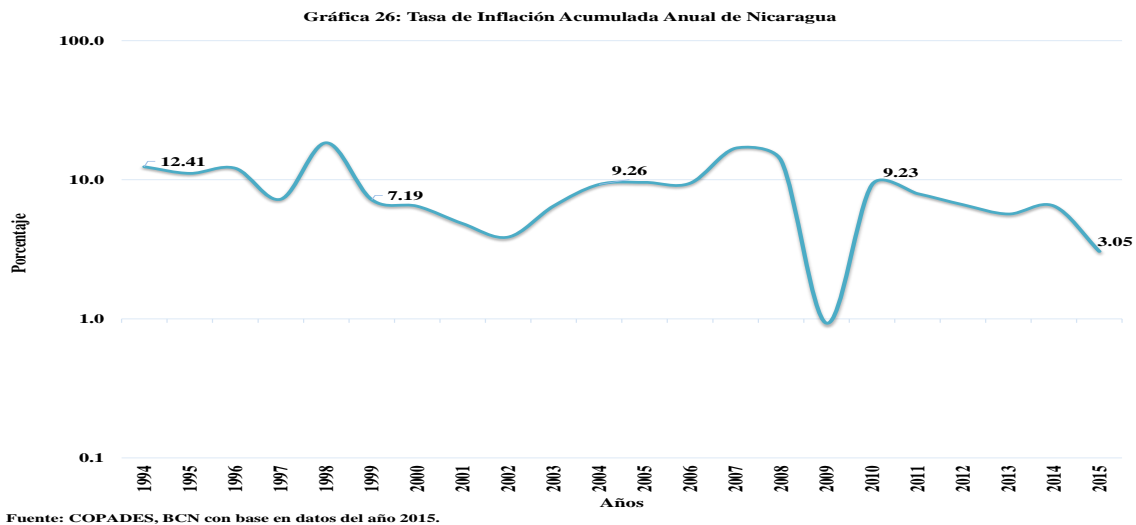


Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.



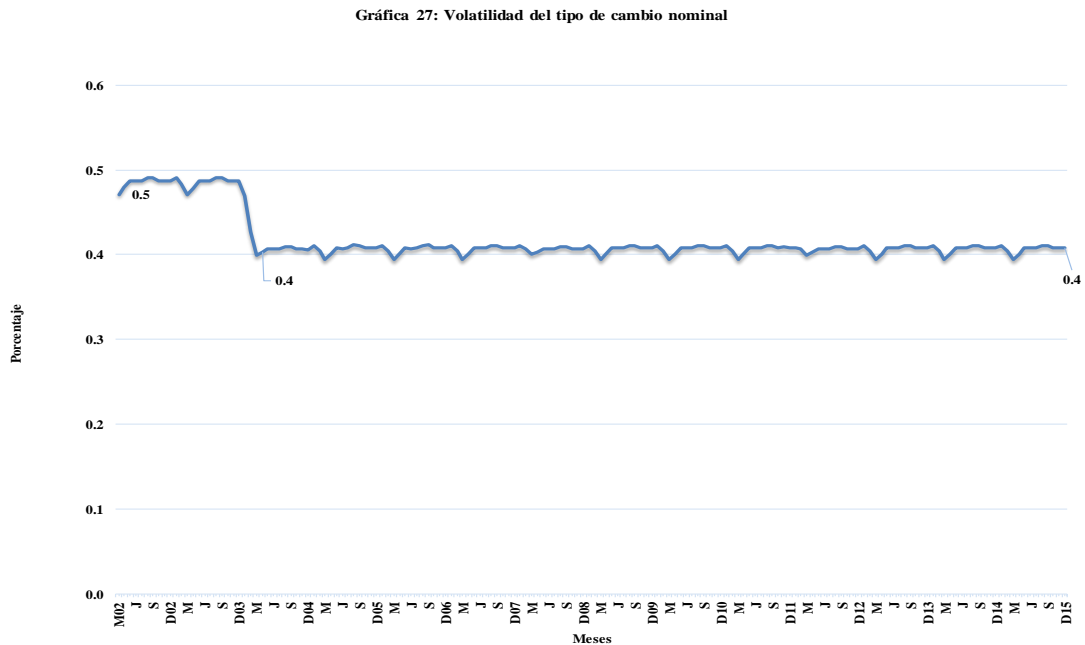
7.2.10 La Inflación de Nicaragua.

La dolarización financiera extraoficial ofrece una protección contra la inflación en córdobas y, acompañada de una cláusula de mantenimiento de valor para el córdoba, disminuye el riesgo que una devaluación del córdoba provoque una corrida bancaria. Al cierre del año 2015, la inflación acumulada fue de 3.1% registrando el nivel más bajo en los últimos 5 años. El promedio desde 2011 ha sido 6.0%, la cual ha estado acompañada de una tasa de devaluación anual de 5.0%. Ver gráfica 26.



7.2.11 La Volatilidad del Tipo de Cambio de Nicaragua.

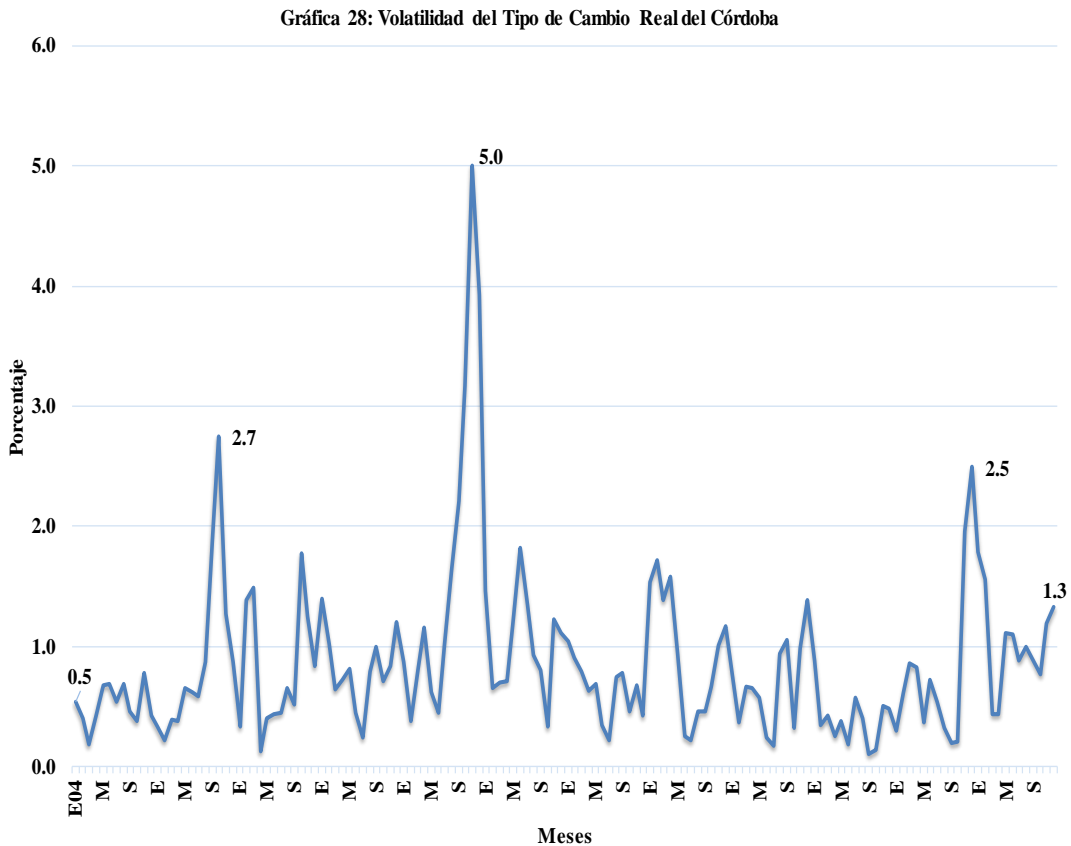
La actual volatilidad del tipo de cambio nominal mensual, es decir, la desviación estándar del tipo de cambio oficial como porcentaje de su media aritmética, en una muestra de 166 observaciones correspondientes al período marzo 2002 – diciembre 2015, es una línea recta que representa su tasa de devaluación nominal mensual de 0.4%, que es muy cercana al 0.0%. El tipo de cambio oficial del córdoba muestra poca volatilidad y reduce notablemente la incertidumbre cambiaria. Ver gráfica 27.



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

Más allá de un cierto umbral, la volatilidad del tipo de cambio refleja una tendencia a la apreciación o depreciación del tipo de cambio, que puede fortalecer la dolarización financiera extraoficial. En la evidencia empírica, Nicaragua con una creciente volatilidad del tipo de cambio, disminuye más los depósitos en dólares que los préstamos en dólares. En este escenario

para establecer metas de inflación, deberán estar libres de la volatilidad del tipo de cambio. Ver gráfica 28.



7.3 El Rol de las Políticas Económicas y Financieras en el Proceso de Desdolarización del Sistema Financiero de Nicaragua.

Las medidas para desalentar directamente la dolarización con límites a los depósitos o préstamos en dólares, impuestos a la intermediación en dólares, conversión forzada, entre otras, podrían acelerar el proceso y, por tanto, reducir los costos de transición, disminuyendo lo complicado de la coordinación de políticas. Sin embargo, en la experiencia internacional se puede argumentar que una desdolarización repentina (forzada) podría ser riesgosa y a la larga

costosa, salvo que se tomen medidas simultáneas desde un principio o incluso de antemano para impulsar la credibilidad.

Para De la Torre y Schmukler (2004), forzar a los agentes a utilizar una moneda de la que desconfían podría llevar a una gran desintermediación o a un cambio en los riesgos. Por otra parte, los costos resultantes de la desintermediación probablemente profundicen el apoyo político a un ataque frontal contra la dolarización en ausencia de una crisis.

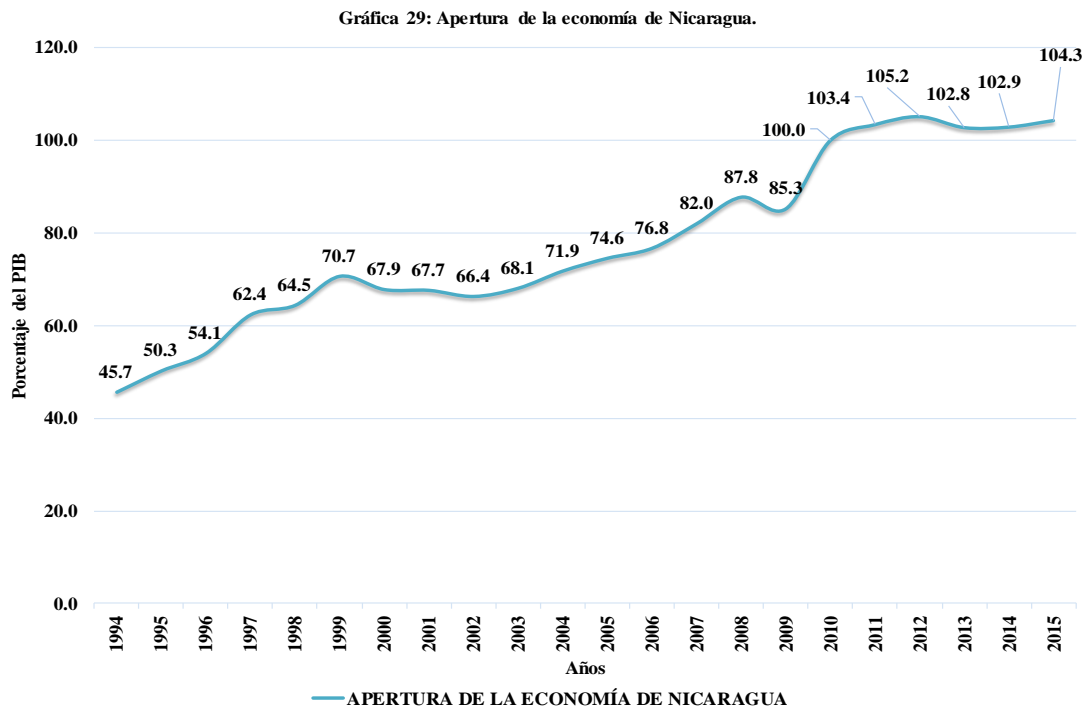
El intento de movilizar y mantener el apoyo político para este enfoque, atemorizando al público, podría convertirse en un bumerán si ocasiona una corrida de los depósitos. De este modo, el Banco Central podría verse forzado a eliminar las restricciones a la dolarización y la economía nuevamente se dolariza a mayor velocidad, incluso más que antes, tal como plantea Savastano (1992) como ocurrió en Bolivia y en el Perú en la década de 1980.

En el caso de Nicaragua, habría que dejar atrás el recuerdo de la hiperinflación registrada durante abril 1987 - abril 1991, pero aún con la estabilidad del córdoba todavía es muy temprano para que los agentes económicos tengan una larga memoria inflacionaria, es decir, que hayan olvidado la hiperinflación, a pesar de la estabilidad macroeconómica en la economía al cierre del año 2015, como es:

1. La tasa de inflación anual es moderada, entre 6.0% y 7.0%.
2. La tasa de crecimiento anual del PIB real oscila entre 4.0% y 5.0%.
3. Las reservas internacionales brutas son mayores de 2.5 veces la base monetaria y de 4.0 meses de importación de bienes con Costo, Seguro y Flete (CIF, siglas en inglés).

Sin embargo, aun con la mejoría en los indicadores macroeconómicos se tiene en cuenta los siguientes obstáculos:

- La economía de Nicaragua está muy abierta al resto del mundo. En el año 2015, la apertura de la economía de Nicaragua fue igual a 104.0% del PIB en precios constantes de 2006. Ver gráfica 29.



Fuente: COPADES, BCN con base en datos del año 2015.

- Aún existen importantes desequilibrios fiscales y cuasifiscales, que en 2015 representaron alrededor del 5.0% del PIB, pero excluye el crédito petrolero de Venezuela equivalente al 2.4% del PIB en ese mismo año.
- No se puede desdolarizar la economía con leyes o decretos ejecutivos, porque promovería una mayor informalidad de la economía, que ya es alta, según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), superando el 70.0% al cierre del año 2015.

- En 2015, el elemento de concesionalidad en la contratación de US\$729.0 millones en deuda pública externa fue del orden de 34.1%, plazo de 26 años, más 10 años de gracia y tasa de interés de 2.6%.
- No hay flujos importantes de capital financiero, porque Nicaragua aún no tiene capacidad de pago en el mercado financiero internacional.

Al respecto, en Nicaragua se puede promover la desdolarización voluntaria, pero los formuladores de políticas macroeconómicas deben tener en cuenta dos cosas:

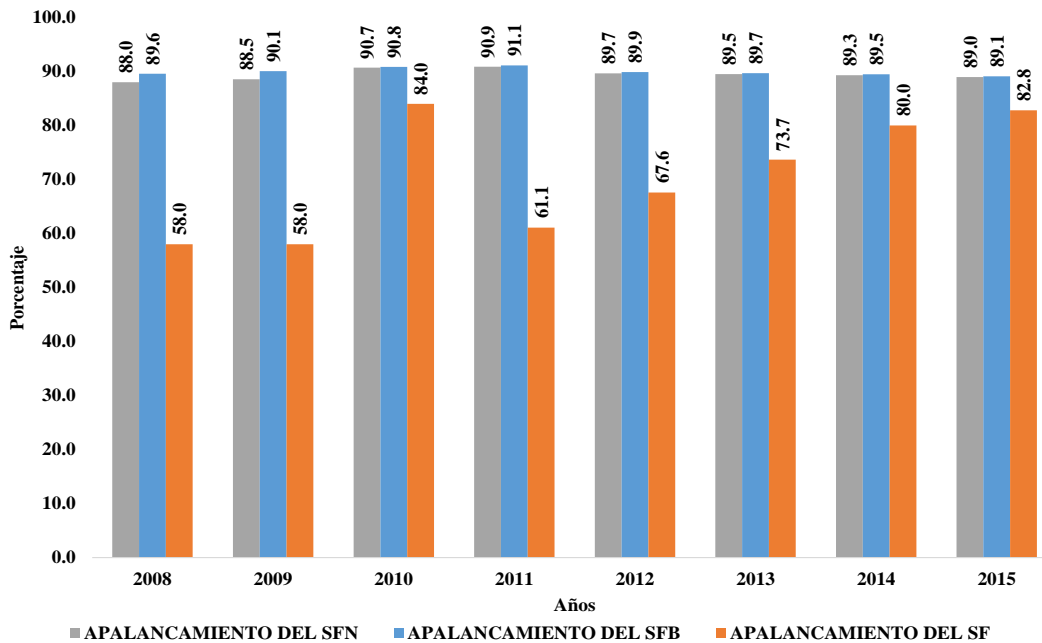
1. Los riesgos de la fuga de capitales, la desintermediación financiera y la inestabilidad del SFN.
2. Con la estabilidad macroeconómica, tienen que demostrar los efectos de la dolarización sobre:
 - a) La volatilidad del tipo de cambio real
 - b) La administración de la deuda pública interna que se aleja de la denominación en moneda extranjera
 - c) Las normas prudenciales del SFN.

7.3.1 Características Financieras del Sistema Financiero de Nicaragua.

En la gráfica 30, se muestra la evolución del apalancamiento en el balance general del SFN, incrementándose de 88.0% en 2008 a 89.0% en 2015, teniendo un máximo en el año 2011 con 90.9%. En este sentido, se observa un comportamiento superior en los niveles de deuda por tipo de institución; siendo las instituciones bancarias quienes presentan mayores niveles con

90.0% en promedio durante el período 2008 - 2015, seguidos por las financieras con promedio de 70.6%. En el caso de las financieras, es importante señalar, que luego de una reducción de deuda por 22.9 puntos porcentuales en el período 2010 – 2011, en los años siguientes, han venido incrementando fuertemente sus niveles de apalancamiento cerrando en 2015 con 82.8%.

Gráfico 30: Apalancamiento del Sistema Financiero Nacional/1



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.
1/ Total pasivos / Total Activos

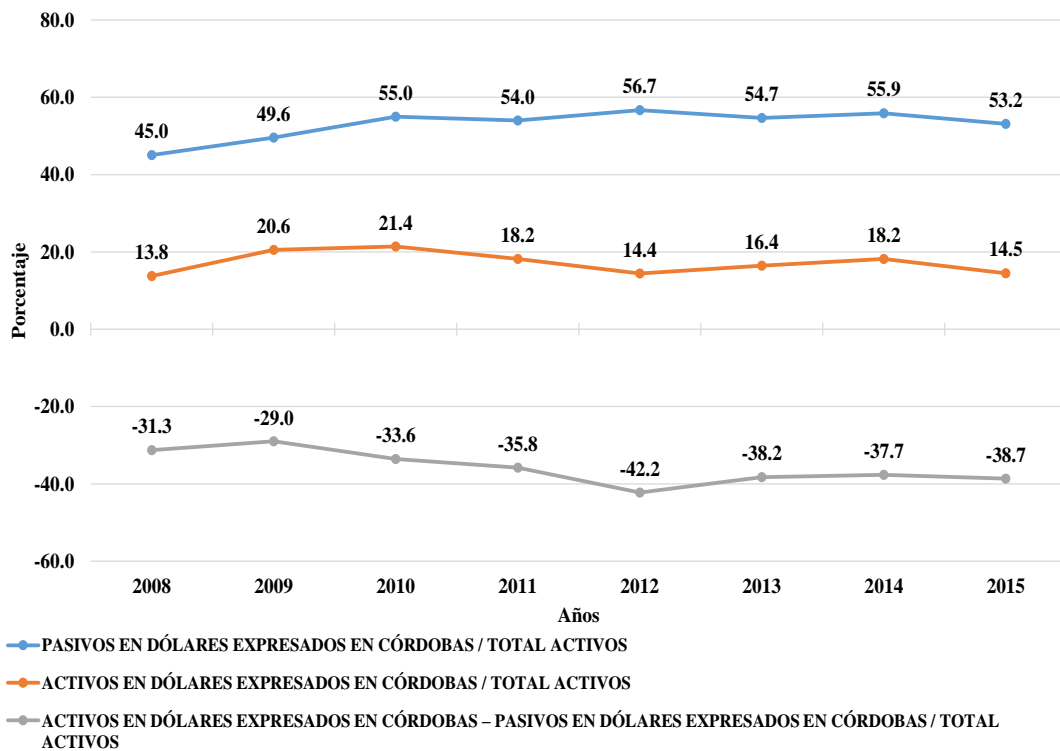
Así también en la gráfica 31, se puede apreciar la evolución de los pasivos dolarizados en el balance general del SFN. En el año 2008, registra el nivel más bajo de dolarización en sus pasivos con 45.0%, mientras en el año 2012 presenta mayores niveles alcanzando 56.7% y finalmente el año 2015 disminuye a 53.2%.

En relación a la evolución de la dolarización de los activos, se destaca que, en el año 2010, el SFN incrementa su posición de activos en dólares hasta un máximo de 21.4%, comportamiento que se revirtió a partir del año 2011. Este comportamiento del SFN por reducir

sus activos en moneda extranjera, es consistente con la fuerte colocación de créditos impulsada desde finales del año 2010.

Asimismo, en la gráfica se presenta la evolución de la posición de cambio, es decir la vulnerabilidad financiera del SFN a las variaciones del tipo de cambio. En general el SFN registra una posición de cambio negativa. Se observa que la menor exposición negativa a un incremento del tipo de cambio se registra en el año 2009 con -29.0%, mientras que la mayor exposición es en los años 2012 y 2015 con -42.2% y -38.7% respectivamente.

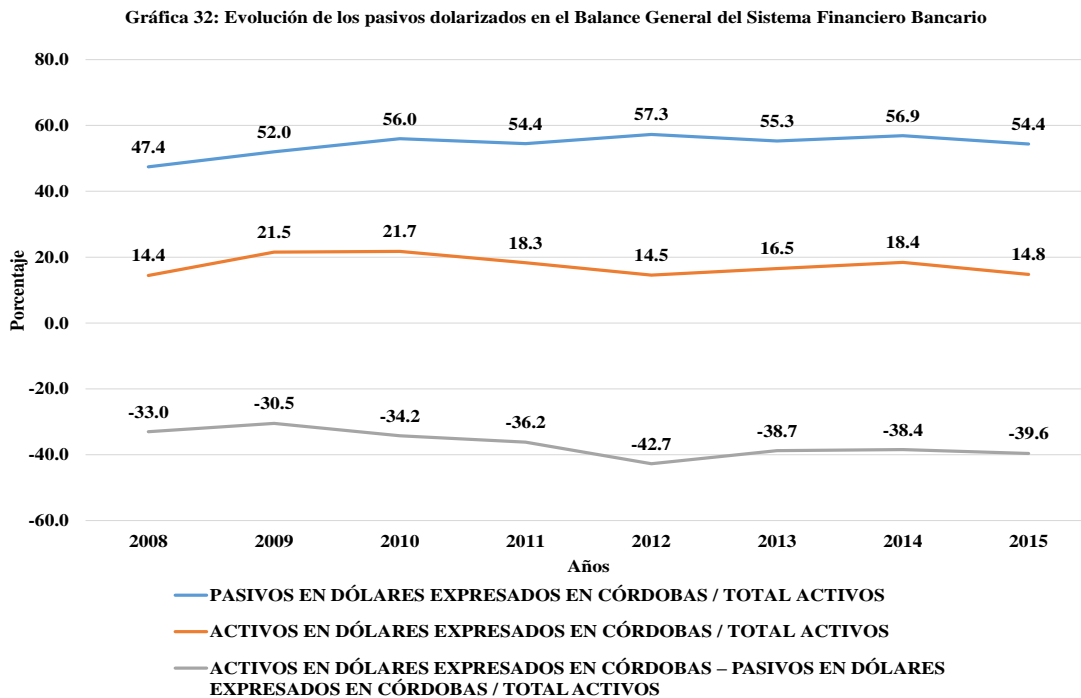
Gráfica 31: Evolución de los pasivos dolarizados en el Balance General del Sistema Financiero Nacional



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

En el caso del Sistema Financiero Bancario (SFB) la evolución de la dolarización y su deuda es similar al SFN (ver gráfica 32), ya que el SFB corresponde en promedio aproximadamente al 96.0% del mercado total durante el período 2008 - 2015. En el año 2008, se registra su nivel más bajo de dolarización en sus pasivos con 47.4% y en el año 2012 presenta lo mayores niveles alcanzando 57.3%.

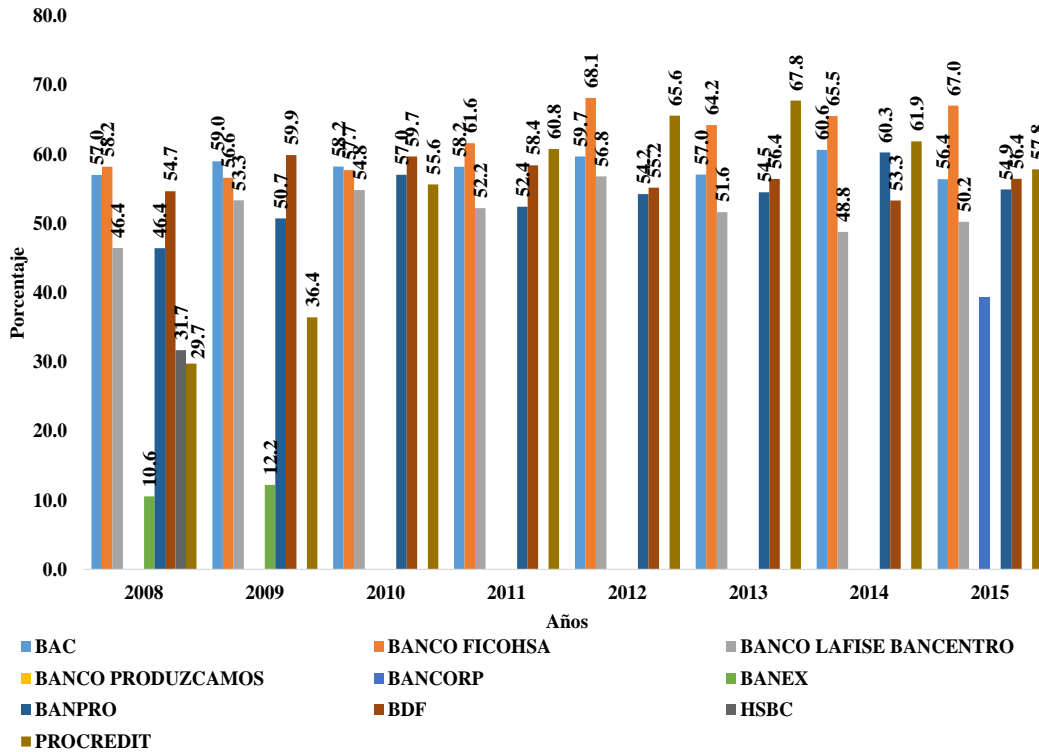
En el caso de la evolución de la dolarización de los activos del SFB, en el año 2010, incrementa su posición de activos en dólares hasta un máximo de 21.7%. Este comportamiento se revirtió a partir del año 2011, cerrando en 2015 con 14.8%. Asimismo, la menor exposición negativa a un incremento del tipo de cambio se registra en el año 2009 con -30.5%, mientras que la mayor exposición es en los años 2012 y 2015 con -42.7% y -39.6% respectivamente.



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

La evolución la dolarización en los bancos que conforman el SFB y su deuda se observa en la gráfica 33. Entre los principales bancos comerciales durante el período 2008 - 2015, el banco FICOHSA que inicia operaciones en el país, a partir de julio del año 2015, después de haber hecho efectiva la compra y transferencia de las acciones de Banco Citibank de Nicaragua, S.A. y Cititarjetas de Nicaragua, S.A. a su favor, presenta los mayores niveles de dolarización en sus pasivos, alcanzando en el año 2012 el 68.1%. Al cierre del año 2015 FICOHSA se mantiene como el mayor banco con sus pasivos dolarizados con 67.0%, seguido de PROCREDIT y BAC, ambos con el 56.4%.

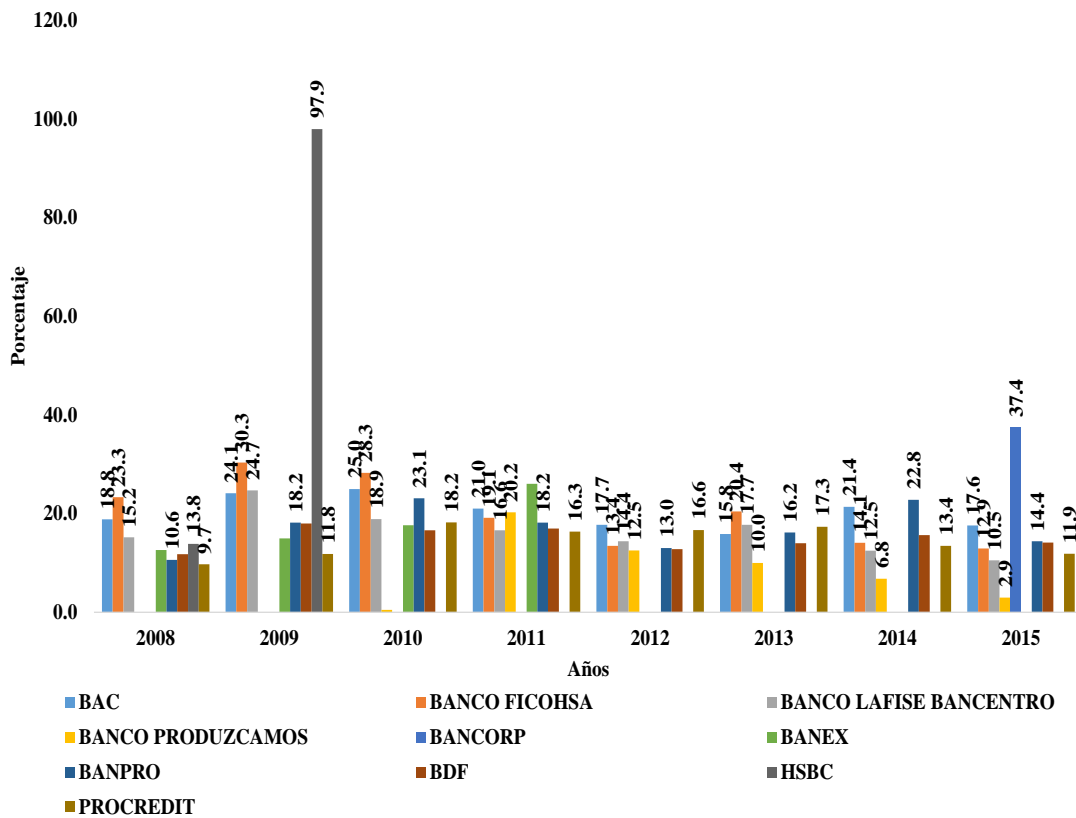
Gráfica 33: Evolución de los pasivos dolarizados expresados en córdobas en bancos de Nicaragua



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

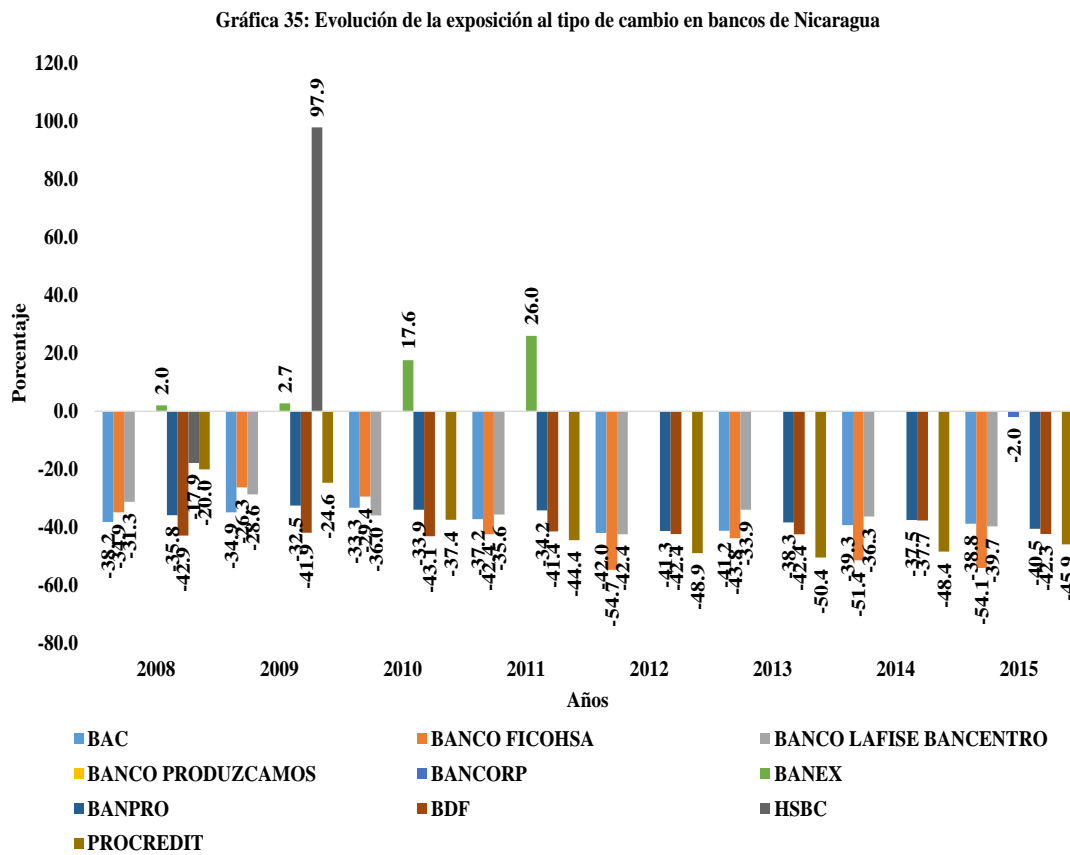
La evolución de la dolarización de los activos se muestra en la gráfica 34, que para el año 2009, el banco HSBC alcanza un máximo del 97.9% (ese mismo año producto de la crisis financiera global, provoca su salida del sistema financiero nicaragüense). Sin embargo, en el año 2015, los bancos en general han disminuido su posición de activos en dólares, destacándose un máximo de 37.4% alcanzado por BANCORP, seguido del BAC 17.6%, el BANPRO 14.4% y BDF 14.1%.

Gráfica 34: Evolución de los activos dolarizados expresados en córdobas en bancos de Nicaragua



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

También en la gráfica 35, se observa que la menor exposición negativa a un incremento del tipo de cambio se registra en el año 2009 con 97.9% para el banco HSBC, mientras que, en el año 2015, el banco que alcanza un máximo de exposición en todo el período es FICOHSA con el -54.1%, seguido por PROCREDIT con -45.9% y BDF con -42.3%.



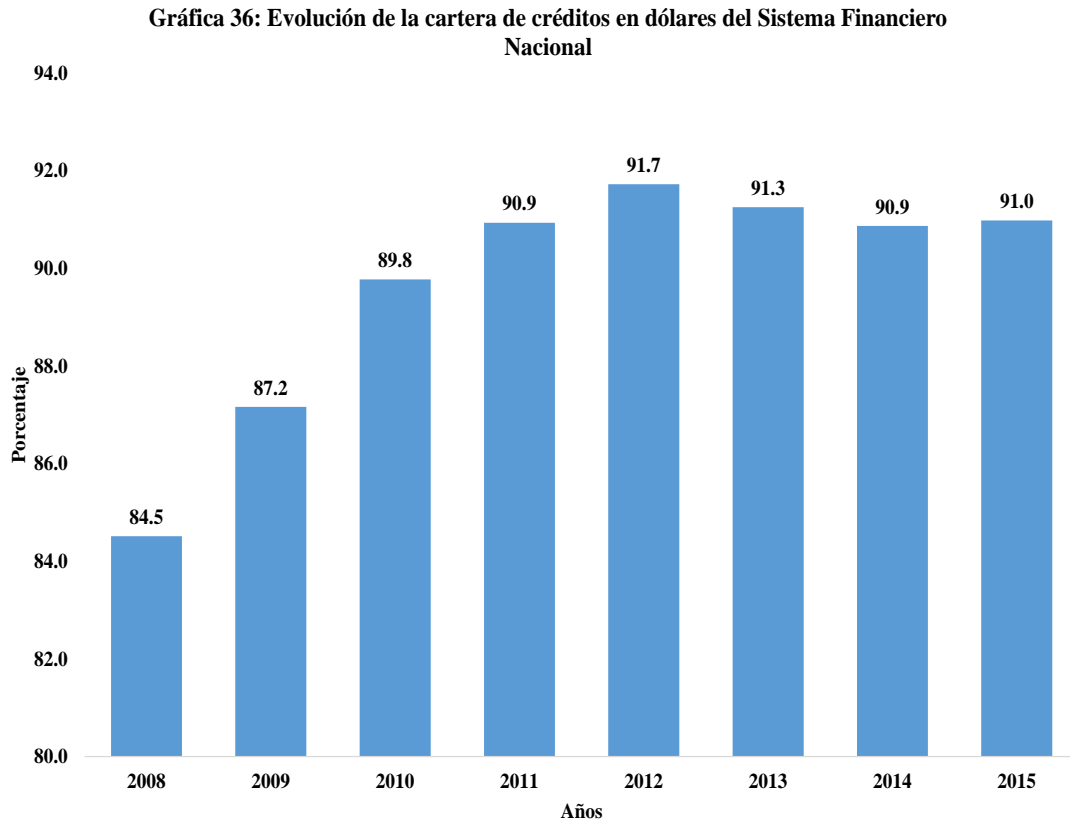
Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

7.3.1.1 Depósitos y Créditos Bancarios al Sector Privado.

La dolarización financiera extraoficial constituye una de las características estructurales de la economía nicaragüense que se originó a partir de la hiperinflación, a finales de la década de los ochenta. Asimismo, uno de los riesgos ampliamente analizados de la dolarización de los

créditos, es la exposición de los agentes económicos a los descalces generados por los movimientos bruscos del tipo de cambio.

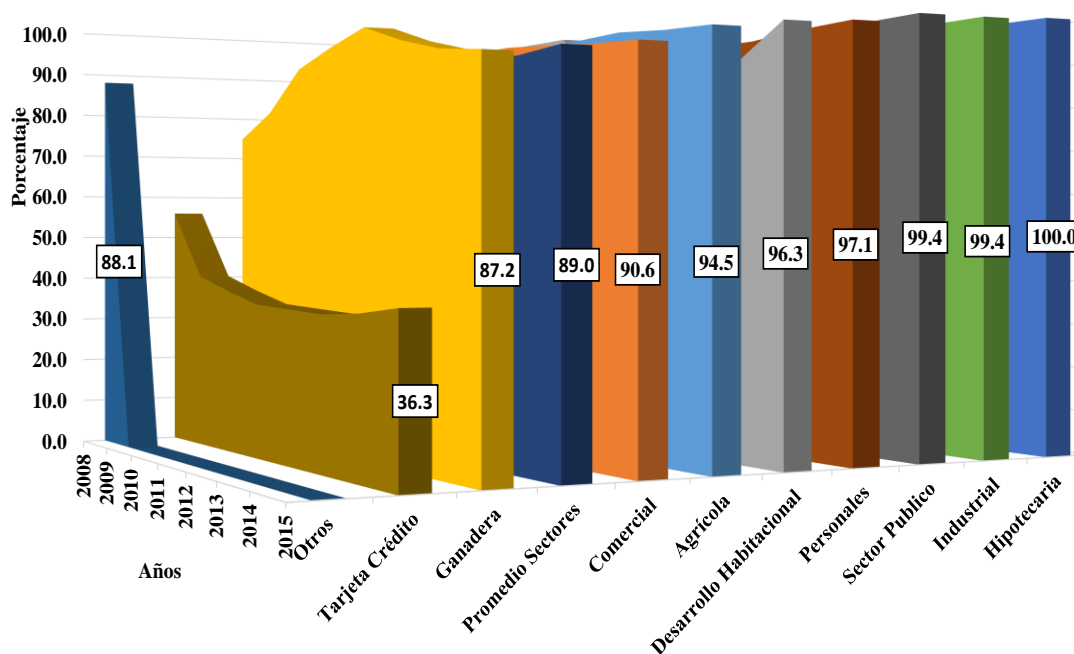
En este sentido, el total de la cartera de créditos dolarizados del SFN, aumento en 6.5 puntos porcentuales en el año 2015 respecto al año 2008, manteniendo una ligera tendencia creciente, cerrando el sistema bancario y financieras en el año 2015, con el 91.0% de la cartera crediticia conformada por moneda extranjera. Ver gráfica 36.



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

En la gráfica 37, se muestra la dolarización de los créditos por actividad económica, donde los sectores con mayor crecimiento para el año 2015 en relación al año 2008 se destacan, personales con 13.2 puntos porcentuales (97.1%), seguido por crédito ganadero con 12.3 puntos porcentuales (87.2%) y agrícola con 4.6 puntos porcentuales (94.5%). Mientras que los sectores que más disminuyeron en este período fueron tarjeta de crédito con 19.7 puntos porcentuales (36.3%), seguido por desarrollo habitacional con 3.7 puntos porcentuales (96.3%) y el sector público con 0.6 puntos porcentuales (99.4%).

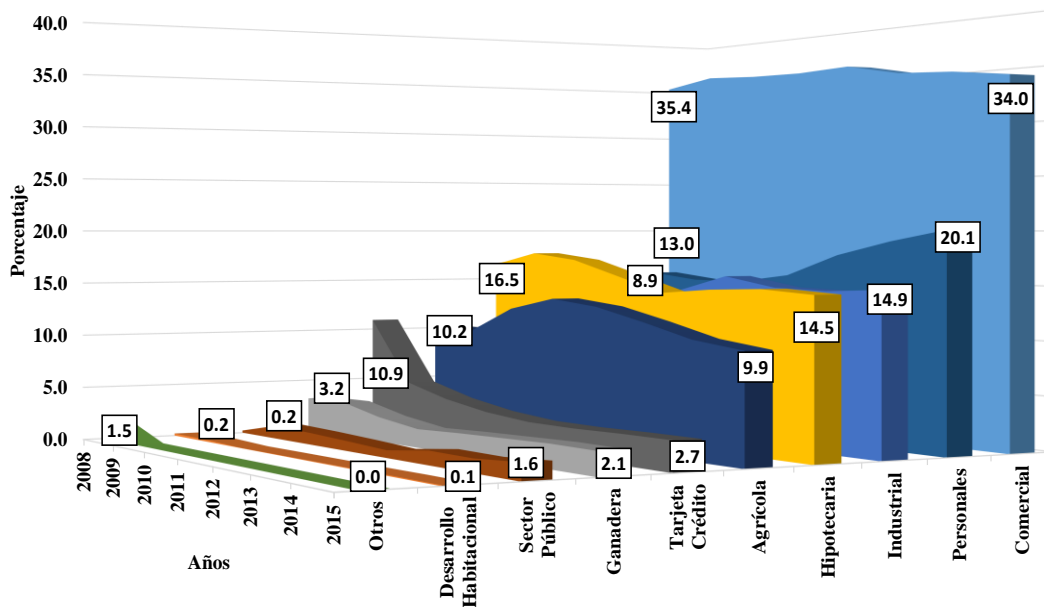
Gráfica 37: Dolarización de los créditos por actividad económica



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

El sector que mayor participa en la cartera crediticia del sistema bancario y financieras al cierre del año 2015 es el comercial, con el 34.0%; seguido el personal con 20.1%; industria 14.9%; hipotecaria 14.5% y agrícola con 9.9%. Ver gráfica 38.

Gráfica 38: Participación de la dolarización en los créditos por actividad económica



Fuente: SIBOIF con base en datos del año 2015.

Al cierre del año 2015, el sector que tuvo mayor crecimiento en relación al año 2008 como porcentaje del total de los sectores, es el personal con 7.1 puntos porcentuales; seguido el industrial con 5.9 puntos porcentuales y sector público con 1.3 puntos porcentuales. El sector que tuvo mayor disminución es tarjeta de crédito con -8.2 puntos porcentuales; seguido hipotecaria con -2.0 puntos porcentuales y comercial con -1.4 puntos porcentuales. Las reducciones en estas carteras responden principalmente a las medidas tomadas para desincentivar el otorgamiento de créditos en dólares por tarjeta de crédito, dado el riesgo para las familias en caso de impago e incrementar los niveles de rentabilidad.

7.3.2 El Rol de la Política Monetaria.

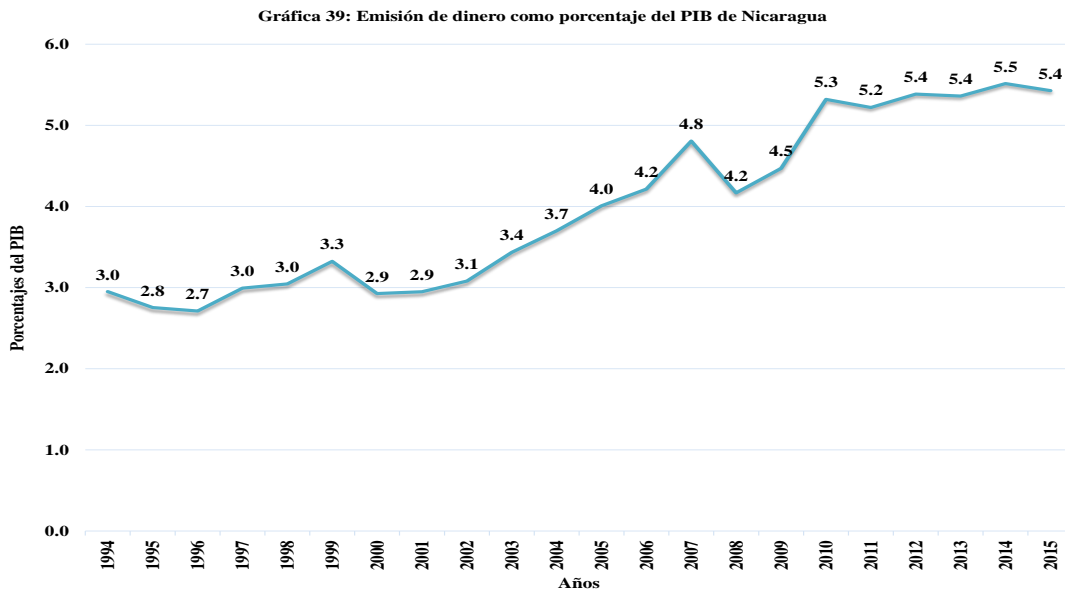
La desdolarización suele requerir una combinación de políticas macroeconómicas y medidas microeconómicas para aumentar el atractivo de la moneda local frente a la moneda extranjera. En el contexto de la estabilización macroeconómica, varias medidas pueden fomentar la desdolarización. Éstas van desde medidas basadas en el mercado que proporcionan incentivos para revertir la sustitución monetaria a medidas que prohíben o restringen estrictamente el uso de moneda extranjera (desdolarización forzada).

En general, la credibilidad de la política monetaria necesita restablecerse dando pleno efecto a las medidas para invertir la dolarización. Dado que el establecimiento de la credibilidad monetaria puede tomar mucho tiempo, ciertas políticas y medidas promoviendo la desdolarización voluntaria pueden ser adoptadas durante este período. Además, las medidas para forzar la desdolarización también pueden ser tomadas en paralelo con políticas globales de estabilización. En cualquier caso, los responsables políticos deben tener en cuenta los riesgos, incluida la fuga de capitales, la desintermediación y la inestabilidad del sector bancario.

En este contexto, el problema estructural que tiene el BCN desde marzo de 1991 con la cláusula de mantenimiento de valor, se profundizó a partir del 10 enero de 1993 cuando el BCN empezó a fijar diariamente el precio de la divisa, lo cual no se resuelve en el corto y mediano plazo, sólo en el largo plazo. El 10 de enero de 1993 el córdoba se devalúa a C\$6.0 por US\$1.0.

De modo que, el BCN no tiene una efectiva política monetaria por la escasa participación del córdoba (sin mantenimiento de valor) en la liquidez global, aunque cumple el objetivo de mantener una presión inflacionaria baja y estable, que se mide en córdobas, alrededor del 7.0% anual, es con el costo de acumular pérdidas de US\$837.0 millones relacionadas con el pago de intereses y del mantenimiento de valor de los títulos valores emitidos durante el período 1994 - 2015.

El control del BCN sobre la emisión de dinero permite a Nicaragua tener una baja inflación, cuyo saldo no se aleja del 5.0% del PIB, alcanzando 5.4% en el año 2015 (Ver gráfica 39) y por la política contractiva del déficit del sector público, cuyo monto oscila entre 2.0% y 3.0% del PIB.



Si el déficit público fuese financiado con emisión de dinero provocaría una aceleración de la tasa de inflación, pero esto en la actualidad no es posible porque, por ley, el BCN no puede conceder préstamos al sector público no financiero.

Es por ello que las acciones de política para desdolarizar la economía deben enfocarse principalmente en:

- El fortalecimiento de la administración de la liquidez por el BCN haría más atractivo al córdoba, debido a que las tasas de interés de corto plazo serían menos volátiles.
- La introducción de los requerimientos de reserva, los servicios de depósitos y préstamos y las operaciones de mercado abierto pueden ayudar a estabilizar la tasa interbancaria doméstica.
- Por otra parte, la emisión de bonos a mediano plazo del BCN como punto de referencia para las tasas de interés puede mejorar las señales de la política monetaria y desarrollar una curva de rendimiento.
- El desarrollo de un mercado de divisas con un buen funcionamiento y un nivel adecuado de las reservas oficiales en poder del BCN garantizaría el acceso fácil a las divisas y disminuiría la necesidad de mantener las divisas por motivos de precaución.

Asimismo, las vías para estimular la preferencia por el córdoba o desestimular el uso del dólar estadounidense serían:

- Elevar el rendimiento nominal de los agregados monetarios en córdobas.
- Reducir el costo del uso del córdoba y aumentar el costo del uso del dólar.
- Reducir el riesgo cambiario implícito en la tenencia de activos en córdobas.
- Mantener la política, donde la tasa de crecimiento de la base monetaria es igual a la tasa de crecimiento del PIB Nominal.
- Convertir a la banca estatal de fomento en un efectivo banco de primer piso, para romper el oligopolio bancario.

- El banco estatal colocaría crédito en córdobas con plazos mayores (financiamiento de la inversión) y tasas de interés menores.

7.3.3 El Rol de la Política Cambiaria.

En la tarea de elegir el régimen cambiario más adecuado para una economía deben tomarse en cuenta tanto las perspectivas que el funcionamiento del sistema monetario internacional tiene a nivel global, así como las características de cada país y el panorama particular que el mismo confronta en la adopción de un régimen determinado.

El tipo de cambio flexible ayuda a amortiguar el efecto de shocks externos, con una caída en los precios de exportaciones produce un alza en el tipo de cambio, lo cual induce a aumentar nuevos productos de exportación, limitando así el efecto contraccionista de la baja en los precios internacionales.

Un tipo de cambio fijo puede ayudar en adoptar políticas fiscales prudentes, siempre y cuando el estado cumpla con su responsabilidad; si no cumple, algunas consecuencias son las altas tasas de interés (por política monetaria estricta) y caída de reservas (por política fiscal expansiva o “laxa”), lo cual hace insostenible la paridad. Además, el tipo de cambio fijo reduce la capacidad de tener un Prestamista de Última Instancia (PUI), ya que cualquier crédito a los bancos se puede ir a fuga de capitales y el principal problema sería el de mantener la paridad a costa de una crisis bancaria.

En el caso de Nicaragua, la política cambiaria del BCN no puede contrarrestar el exceso de la demanda interna (consumo e inversión) sobre la oferta interna (PIB), representando en 2015 el 21.6% del PIB, equivalente a US\$2,401.7 millones. Por tanto, la economía nicaragüense no disminuye su dependencia de los recursos externos y aunque continúa siendo un país muy endeudado en términos de producción, no obstante, la Comunidad Internacional ha condonado deuda pública externa desde 1990 hasta 2015 por un monto de US\$17,734.7 millones.

En este escenario, no se puede reducir la apreciación del córdoba por la presencia de un régimen cambiario deslizando, por la persistencia de una cláusula de mantenimiento de valor en el SFN y de una amplia gama de mecanismos de indexación de precios en córdobas con respecto al precio del dólar en el mercado local, así como por algunos problemas estructurales asociados principalmente a una baja productividad de la economía.

Entre las principales acciones destinadas al proceso de desdolarización tomando en consideración su volatilidad encontramos las siguientes:

- Un tipo de cambio más flexible, que pueda moverse en cualquier dirección, haría más evidente el riesgo cambiario e introduciría un desincentivo a la dolarización financiera.
- Un tipo de cambio más flexible con menos sesgo hacia el deterioro del córdoba desalienta la dolarización financiera.
- Hardy, D. y Pazarbasioglu, C. (2006) muestran que una mayor flexibilidad del tipo de cambio de dos vías puede inducir a la disminución de los depósitos en moneda extranjera, ya que aumenta el riesgo por tenencia de activos.

- Ante el riesgo cambiario en sus activos y pasivos, los bancos y las entidades no bancarias desarrollan financiamiento de cobertura con el tiempo, pero debido al costo de la cobertura, también aumentan la proporción de sus activos y pasivos denominados en córdobas.
- El impacto sería diferente dependiendo de la dirección de la tendencia del tipo de cambio, con la expectativa de devaluación aumentaría la dolarización de los pasivos (depósitos) y la sustitución de monedas, mientras que la expectativa de apreciación sería la dolarización de activos (préstamos).

7.3.4 El Rol de la Política Fiscal.

La dolarización no es solo un régimen de cambio fijo, sino un sistema monetario financiero. Es por ello que es importante analizar el papel de la política fiscal, con el objetivo de determinar qué factores influyen en el crecimiento del gasto y cómo se puede limitar el mismo, porque la estabilidad monetaria y las finanzas públicas equilibradas son ingredientes básicos para que los consumidores y empresarios puedan llevar a cabo de mejor manera sus actividades.

Los principales riesgos fiscales que enfrenta Nicaragua son:

1. Riesgo de endeudamiento de las empresas públicas.
2. Riesgo de endeudamiento de las municipalidades.
3. Por cambio climático y otros eventos naturales.
4. Sistema de pensiones, como riesgo para el mediano y largo plazo.
5. La medición y análisis actual de la sostenibilidad fiscal no es integral.

6. Riesgos asociados a la política de subsidios, vinculada con aspectos estructurales de la economía o variables exógenas como precios de petróleo.

El costo potencial de esos riesgos:

1. Aunque se da seguimiento al flujo de caja y balance operacional de las Empresas, se precisa mejorar el seguimiento de los balances, financiamiento, proyectos y endeudamiento para reducir riesgos en el corto y mediano plazo. Incluye implícitamente los riesgos de precios, tarifas y subsidios.
2. En el caso de las municipalidades, deberán fortalecer la presentación de rendición de cuentas al Gobierno Central sobre las transferencias municipales, así como el seguimiento en identificar si están endeudándose o financiando por otras modalidades.
3. Las estimaciones presupuestarias, así como el Programa Económico Financiero (PEF) no prevén varios escenarios, ni tampoco se ha analizado cabalmente diferentes escenarios de afectaciones climáticas. Aunque, existen instrumentos como el seguro de desastres para paliar los efectos en el área fiscal.
4. El sistema de pensiones es otro de los posibles riesgos fiscales de Nicaragua. Al INSS se le da seguimiento en cuanto a su flujo de caja y está incorporado en el PEF y en el Consolidado del Sector Público No Financiero, por lo que se requiere mejorar el seguimiento financiero e integrarlo al Informe de Riesgo Fiscal Consolidado que no se está realizando en el país.

En los cambios de Política Fiscal para la desdolarización encontramos:

- El mantenimiento de un bajo déficit fiscal reduce la necesidad gubernamental del financiamiento externo, lo cual también reduce la dolarización de los pasivos del gobierno.
- El bajo déficit fiscal también reduce la necesidad de la deuda del gobierno por obtener financiamiento del Banco Central, lo cual contribuye a disminuir el diferencial entre las tasas de interés internas y externas.
- Un sistema tributario que no trate a los ingresos en dólares con más beneficios que a los ingresos en córdobas no creará un sesgo hacia la tenencia de activos en moneda extranjera.
- Los intereses devengados por los depósitos o bonos en dólares deben estar gravados en igual forma que los de la renta similar de fuentes denominadas en córdobas.
- Los impuestos a las transacciones financieras y de capital deben ser recaudados en igual forma sobre las transacciones en dólares y en córdobas.

7.3.5 El Rol de la Política Financiera y Normas Prudenciales.

A pesar de la estabilidad del córdoba, el tipo de cambio Crawling Peg, como la cláusula de mantenimiento de valor han reforzado la dolarización financiera extraoficial en Nicaragua y se ha mantenido en un alto nivel como lo demuestran las razones de dolarización financiera.

Las acciones de política más relevantes en el ámbito financiero para iniciar un proceso de desdolarización en la economía de Nicaragua son las siguientes:

- Eliminar todos los mecanismos de indexación de precios en córdobas con el tipo de cambio oficial, entre ellos la cláusula de mantenimiento de valor para desaparecer el córdoba con mantenimiento de valor y la nueva política monetaria debe tener una coordinación eficaz con el córdoba y con una menor participación del dólar.
- Sustituir el régimen de tipo de cambio Crawling Peg por un régimen de bandas cambiarias, esto presupone la eliminación del déficit financiero del gobierno central, alcaldías municipales, entes autónomos y empresas públicas, financieras y no financieras, además alcanzar un nivel apropiado de reservas internacionales netas, en las arcas del Banco Central.
- No debe existir remuneración para los requerimientos de reserva sobre los depósitos en dólares para proteger la posición de las reservas internacionales oficiales del BCN.
- También se puede considerar la ampliación de la base de reservas obligatorias a las instituciones financieras no bancarias que participan en la intermediación en dólares, tales como compañías de leasing, o para los acreedores sin cobertura.
- Con el nuevo régimen cambiario, se podrá generar una mayor volatilidad del tipo de cambio en el mercado oficial, en función del ancho de la banda cambiaria; en otras palabras, mientras más ancha sea la banda, más volatilidad del tipo cambio. Esto facilitara que los depositantes y los prestatarios busquen voluntariamente al córdoba, es decir, que realicen depósitos y soliciten préstamos en moneda local.
- Un tipo de cambio más flexible que pueda moverse en cualquier dirección hace más evidente el riesgo cambiario y desincentiva la dolarización financiera.
- Promover el crecimiento de los depósitos en córdobas, estableciendo una tasa de encaje legal sobres los depósitos en córdobas, que sea inferior a la tasa de encaje legal sobre los

depósitos en dólares, con el objetivo de que el costo para realizar préstamos en córdobas sea inferior al costo de realizar préstamos en dólares. Cabe recordar que los depósitos de encaje en el Banco Central de Nicaragua no generan intereses para las instituciones financieras, por lo cual muchas instituciones elevan la tasa de interés para los prestatarios.

- El gobierno central buscare maximizar el financiamiento interno de la inversión pública, mediante recursos de la evasión y elusión en el pago de los impuestos, con el fin de reducir la dependencia del financiamiento externo para financiar los déficits financieros, en otras palabras, los pasivos del presupuesto nacional deben ser desdolarizados.
- El gobierno central debe reducir la necesidad de financiamiento interno del Banco Central de Nicaragua, con el objetivo de disminuir el diferencial entre las tasas de interés internas y externas.
- El sistema tributario debe tratar en igual forma a los ingresos en dólares y a los ingresos en córdobas, es decir, que la retención actual de una tasa tributaria sobre los ingresos por depósitos en ambas monedas y los egresos en concepto de préstamos en ambas monedas deben mantenerse iguales.
- El MHCP deberá emitir bonos en córdobas en el mercado local, indexados con la tasa de inflación.
- El Banco Central deberá fortalecer su autonomía para poder llevar a cabo una política monetaria y financiera sólida e independiente. Se requiere una reforma total de la autoridad monetaria.
- El sistema de pagos internos debe garantizar los pagos en córdobas, en términos que sean al menos tan favorables como aquéllos para los pagos en dólares.

- El BCN debe ofrecer servicios de pagos convenientes y de bajo costo para los pagos en córdobas y no debe favorecer a los pagos en dólares. Un ejemplo es del de Perú que impuso un impuesto del 2.0% sobre los cheques denominados en moneda extranjera para desalentar el uso de moneda extranjera en los pagos.
- El Banco Central debe establecer un régimen creíble de metas de inflación libre de la flotación cambiara, mejor dicho, de la volatilidad del tipo de cambio, lo cual provocara que los préstamos en dólares, tengan más riesgo que los préstamos en córdobas.
- La emisión de bonos a mediano plazo del Banco Central constituirá el punto de referencia para las tasas de interés y facilitará el desarrollo de una curva de rendimiento. Todo esto incidiendo en las tasas de interés del sistema financiero nacional.
- Para mantener la confianza de los inversionistas financieros en la adquisición de títulos valores, el mecanismo de indexación de precios se establecerá con el índice de precios al consumidor, en particular para los títulos que tengan plazos más largos. Esta aceptación de indexación a la inflación, requiere tiempo y un gran esfuerzo de apoyo, incluyendo la gestión de la deuda pública.
- La Bolsa de Valores de Nicaragua, podrá ofrecer oportunidades flexibles de inversión financiera alternativa a los crecientes depósitos en dólares del sistema bancario nacional.
- La Bolsa de Valores de Nicaragua, aumentará la elección de los títulos valores denominados en córdobas y disminuirá la de activos denominados en dólares; dichos títulos estarán indexados con la tasa de inflación mensual para mantener la confianza de los inversionistas financieros. Asimismo, alentara la ampliación de la base de inversionistas financieros locales, con el propósito de apoyar la demanda de títulos valores de largo plazo en córdobas.

- La indexación con la tasa de inflación se podrá eliminar en el más largo plazo posible y debe ser determinada con precisión.
- Asegurar la disponibilidad del córdoba en las denominaciones mejor adaptadas a las necesidades de los agentes económicos. Por ejemplo, las grandes denominaciones de los billetes en córdobas, como la de C\$1,000.0, podrían aumentar la demanda del córdoba, porque pueden ser más adecuadas para facilitar las transacciones en el mercado local.
- Si la ayuda extranjera recibida por entes no gubernamentales se utiliza en dólares o euros en el país, se aumenta la dolarización financiera extraoficial. En los países pequeños o de post-conflicto con un alto grado de dolarización, como es Nicaragua, la ayuda externa puede desempeñar un papel importante en la economía. Cuando sea posible, el uso de la ayuda en el país debe estar denominado en córdobas para promover la desdolarización.
- Cobrar una prima de riesgo más alta en los depósitos en dólares que participan en los sistemas de garantía de depósitos.
- Establecer mayores requerimientos de capital y de provisiones sobre los préstamos en moneda extranjera, especialmente a prestatarios no cubiertos.
- Establecer garantías y normas de valoración más fuertes para los préstamos denominados en dólares.
- Realizar la desdolarización “Jurídica” de toda la legislación relacionada con el Banco Central de Nicaragua, Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF) y de las instituciones del SFN, y compatibilizarlas con la agenda de desdolarización. Esta relevante acción está relacionada principalmente con la eliminación de la cláusula de mantenimiento de valor y todos los mecanismos de indexación de precios en córdobas con respecto al valor del dólar, donde los contratos dentro de la

economía que quieran hacerse con protección legal, deberían hacerse en córdobas y el control del nuevo endeudamiento público externo, debería contemplar mecanismos para reducir el riesgo cambiario.

7.3.6 Implementación de una Agenda para la Desdolarización en Nicaragua.

- La primera acción encaminada hacia una agenda de desdolarización de la economía nicaragüense será la comprensión de la complejidad por la excesiva dolarización financiera extraoficial y sus implicaciones económicas importantes.
- La desdolarización es posible porque la dolarización financiera extraoficial persiste, a pesar de la política fiscal y la política monetaria aprobada y reconocida por el FMI.
- La agenda de la desdolarización debe cubrir dos frentes:
 1. La regulación debe ser revisada con el fin de internalizar completamente los riesgos de la intermediación en dólares y proporcionar más espacio para la política monetaria.
 2. El uso del córdoba y de otros sustitutos basados en el córdoba deben ser promovidos.
- La desdolarización equivale a mejorar la credibilidad monetaria, lo cual contribuiría a disminuir la dolarización.
- El cambio del régimen monetario requiere un mandato, por lo cual la reforma estructural debe concentrarse en las medidas institucionales y del mejoramiento gradual de la capacidad del Banco Central para llevar a cabo una política monetaria sólida e independiente.
- El cambio creíble a un régimen de metas de inflación libre de la flotación cambiaria, (volatilidad del tipo de cambio), hace que los préstamos en dólares tengan más riesgos que

los préstamos en córdobas, pero no eliminará la correlación entre el default y la devaluación, a menos que se crean suficientes incentivos para la coordinación, sobre la base de una mejor información.

- La reforma prudencial para endurecer las normas prudenciales de los préstamos en dólares al sector no transable, promoverá una mayor capacidad de resistencia del sistema financiero frente al riesgo de la divisa, con lo que abrirá más espacio a la flexibilidad del tipo de cambio.
- El principal objetivo de la regulación prudencial deberá ser mejorar la estabilidad inmediata del sistema financiero, en vez de afectar a la dolarización.
- Debido a que las instituciones financieras están prestando en la moneda de menor riesgo, el dólar, y dado el actual régimen monetario, un cambio de las normas prudenciales para reflejar una evaluación alternativa de riesgos relativos sería inadecuado, a menos que la política monetaria cambiara realmente.
- La carga regulatoria excesiva resultante durante la transición hacia la desdolarización podría inducir la desintermediación o formas alternativas de intermediación más riesgosas.
- La evolución del riesgo podría incluir un cambio hacia pasivos de corto plazo en córdobas y, por lo tanto, incrementaría la exposición al riesgo de liquidez de las instituciones financieras.
- Además, si esas formas de intermediación (como préstamos offshore) permanecen basadas en el dólar, la dolarización no se reduciría y se bloquearía la reforma de la política monetaria. Sin eliminar este arbitraje regulatorio, el intento para salir de la excesiva dolarización puede fallar.

- Para el cumplimiento del objetivo de desdolarización, el Banco Central de Nicaragua, deberá establecer durante este proceso, medidas alternativas para promover el córdoba y fomentar el uso de instrumentos denominados en córdobas.
- Las medidas están referidas a mejorar en la gestión monetaria, a través de cambios en los procedimientos operativos que estabilicen las tasas de interés en córdobas y mejoren la transparencia de la política monetaria. Asimismo, presentar un nuevo enfoque de la gestión de la deuda pública hacia instrumentos denominados en córdobas, que ayuden a profundizar los mercados en moneda local.
- En ese contexto, la indexación de precios a menudo se propone como una alternativa mejor para el dólar que para el córdoba, en particular para plazos más largos.
- Siempre que la credibilidad monetaria permanezca baja, el cambio de dólares a instrumentos indexados a la inflación será más fácil que el cambio de dólares a córdobas.
- Convertir una tasa nominal (córdoba) en una tasa real elimina el componente de la prima del córdoba que refleja las expectativas inflacionarias (un componente que es esperado para dominar en los plazos más largos).
- Una vez que la economía está basada en el córdoba real, la mayor flexibilidad del tipo de cambio (que reduce el riesgo de la producción y la volatilidad de la tasa de interés en córdobas) puede facilitar un cambio de segunda etapa hacia los instrumentos nominales.
- Sin embargo, el valor del córdoba indexado a la inflación tiende a caer en caso de un ajuste monetario, mientras que el valor del dólar sube.
- Por otro lado, la liquidez de los instrumentos indexados a la inflación en momentos de crisis (y la capacidad de los agentes para moverse dentro y fuera de ellos) es probable que sea limitada, sobre todo en mercados nacientes como el nuestro.

- Además, la aceptación amplia en el mercado de los instrumentos indexados a la inflación requiere tiempo y un gran esfuerzo de apoyo, incluyendo lo relativo a la política de gestión de la deuda pública.
- Así, mientras que los córdobas indexados a la inflación deben ayudar a la desdolarización (en términos de proporcionar una alternativa al dólar para instrumentos de largo plazo, como las hipotecas), es poco probable que por sí mismos induzcan a un cambio espontáneo fuera del dólar, a menos que su introducción esté acompañada de una política monetaria radical hacia una flotación libre del tipo de cambio y por una política de regulación activa que los haga más atractivos, incluyendo el desarrollo de los mercados de bonos en córdobas que faciliten la fijación de precios y comercialización de instrumentos en córdobas.

7.4 El Costo Social de la Dolarización Financiera Extraoficial en Nicaragua

El proceso de desdolarización en la economía nicaragüense debe integrar las ventajas y desventajas de sacar de circulación al córdoba del mercado e incluir los costos sociales asociados con una posible dolarización oficial en Nicaragua, tomando en cuenta que según el INIDE (2014), el 29.6% de la población tiene un ingreso diario de US\$1.9 o menos.

El costo social de la no dolarización, en el actual esquema de deslizamiento del tipo de cambio oficial es el siguiente:

- La devaluación disminuye el poder adquisitivo de los salarios, todo cuesta más en córdobas, y los trabajadores por cuenta propia, que no son asalariados, no han podido subir los precios porque sus clientes no tienen suficiente dinero para pagar. Sin

dolarización, el costo es el empobrecimiento, porque se pagan las ineficiencias de la economía por la vía de la devaluación.

- De lo anteriormente expuesto, una de las primeras conclusiones sobre la pobreza humana en Nicaragua, es que la pobreza rural es más grave que la pobreza urbana, ya que el 71.0% de las personas que viven en el campo son pobres, comparados con el 29.0% de los que viven en las ciudades. Una situación análoga se presenta con la pobreza extrema, el 83.0% de los pobres extremos del país residen en el área rural y el 17.0% en el área urbana.
- Con este panorama de la situación de pobreza, si el Estado no logra facilitar el incremento y el fortalecimiento de los rendimientos agropecuarios por la vía de una adecuada transferencia de tecnología y una mejor capacitación técnica, sin vincularlos a una efectiva estrategia agroindustrial, habrá un excedente de mano de obra en el campo que buscará cómo emigrar a las ciudades.
- La estrategia gubernamental para combatir la pobreza indica que el crecimiento económico es la clave para que los nicaragüenses dejen de ser pobres. Sin embargo, entre el crecimiento y el bienestar no existe una relación automática.
- De esta manera, iniciar el proceso de desdolarización de la economía no necesita de un consentimiento nacional, porque la ley dice que el córdoba es la moneda de curso legal de nuestro país. En cambio, la “Dolarización Oficial”, es decir, dejar al dólar estadounidense o a cualquier otra moneda fuerte, o a varias monedas fuertes, como moneda(s) de curso legal y eliminar al córdoba, no puede ser impuesta por el deseo del presidente de turno, sino que debe ser aceptada por la población a través de un referéndum.

Si la población decidiese adoptar el dólar estadounidense como moneda de curso legal, tendría, entre otros, los siguientes beneficios principales:

- Tasas de interés más bajas, por la eliminación del riesgo cambiario y del riesgo de la no convertibilidad;
- Una tasa de inflación cercana a la tasa de inflación internacional, que es aproximadamente de 2.0% anual;
- Un menor costo en las transacciones comerciales internacionales; y
- Una mayor transparencia en el manejo de los recursos presupuestarios, aunque acompañada de la pérdida del señoreaje, o sea la pérdida de la capacidad del Estado para obtener ingresos valiéndose de su derecho a crear dinero para financiar el gasto público.

Sin embargo, dolarizar oficialmente la economía significaría los siguientes cambios:

- El país entra efectivamente a la economía global. En ese marco, sin una política cambiaria, es apremiante una buena organización de la economía nacional para que las empresas nicaragüenses sean competitivas en el comercio internacional. Por lo tanto, existiría un alto riesgo si Nicaragua entra a la globalización con su economía plenamente dolarizada donde el principal cuello de botella en este escenario sería el manejo eficiente de la economía.
- El aumento de los salarios va a incrementar el poder adquisitivo de los trabajadores, y el límite de ese aumento es evitar la exclusión de nuestras exportaciones del mercado internacional por elevados costos de producción. Es decir, tal como lo señala la teoría económica, sólo el mejoramiento de la productividad facilitará el aumento de los salarios.

- Las ineficiencias de nuestra economía serían más evidentes. Esta evidencia exigiría la eliminación de actividades y empresas ineficientes, por lo cual se provocaría una contracción de la producción con el consecuente desempleo y la reducción de los ingresos tributarios.
- Si un empresario nicaragüense produce un bien más caro, el Resto del Mundo le enviará el mensaje que hay muchos productores fabricando ese bien mucho mejor, en una forma mucho más eficiente. Sin embargo, la economía global establece precios globales, pero aún no ha establecido salarios globales.
- Evidenciar la desigualdad en la distribución del ingreso nacional. Está relacionado con la productividad, sobre los efectos distributivos de la dolarización, la protección a los ingresos de las familias al frenarse la inflación y la consolidación de la dolarización, en una redistribución a favor de los que tienen acceso sólo a córdobas en contra de los que tienen más acceso a dólares.
- El tipo de cambio que se utilizaría para convertir la base monetaria de córdobas a dólares estadounidenses no debería estar muy sobrevaluado ni muy subvaluado, con el objetivo de no obstaculizar el crecimiento económico con el dólar estadounidense como única moneda de curso legal. Por lo tanto, la posible sorpresa cambiaria que ocurriría en Nicaragua en el momento que se decida la dolarización oficial de la economía, ajustará los salarios hacia abajo, y las familias que están más abajo en la distribución del ingreso saldrán perdiendo.

VIII. Conclusiones

Al presentar las conclusiones que se desprenden de la elaboración de esta tesis, se resaltan los motivos detrás de un esfuerzo por desdolarizar nuestra economía, porque a pesar de la estabilidad macroeconómica, de que la economía sigue siendo altamente integrada al resto del mundo mediante el comercio de bienes y servicios, de los ingresos de inversión extranjera directa y los flujos financieros de capitales, el córdoba no es atractivo por la desconfianza de los agentes económicos, principalmente debido a su historia hiperinflacionaria.

Con las proyecciones inflacionarias, el BCN continúa haciendo depender su política monetaria del tipo de cambio fijo Crawling Peg, el que, aunado con la proliferación de mecanismos de indexación de precios en córdobas con el precio de la divisa estadounidense, fortalece más la excesiva dolarización financiera extraoficial de la economía nacional. Es decir, el tipo de cambio actual, constituye un factor de indización manejable y efectivo contra los efectos nocivos de la inflación. En consonancia con esto último, se podría indicar que en Nicaragua iniciado un proceso de desdolarización deberá desplegar esfuerzos adicionales que se necesitarían, si se aplican otros tipos de indización.

Basado en esa desconfianza del tipo de cambio, la política cambiaria de Nicaragua no ha sido eficaz porque no estimula las exportaciones, estimula las importaciones y aumenta el déficit comercial de la balanza de pagos. Con tres monedas circulando en el mercado local, el Banco Central no puede acelerar los ajustes necesarios en el tipo de cambio real, debido a la proliferación de mecanismos de indexación de precios al tipo de cambio oficial, a pesar que la

inflación es baja. Además, las tasas de interés del mercado financiero local, a través del impacto del tipo de cambio, pueden afectar el valor neto de la deuda en dólares de los prestatarios en una forma que neutraliza gran parte de su impacto.

De esta forma, se puede afirmar que la dolarización financiera extraoficial es un fenómeno muy difundido en la economía nicaragüense y que por tanto el tipo de cambio se ha convertido en el indizador más común y general de casi la totalidad de transacciones entre agentes privados y también públicos.

Al cierre del año 2015, la excesiva dolarización extraoficial, es un grave problema para la economía nicaragüense, al representar los depósitos en dólares el 66.7% de la liquidez global (M3A), en la banca comercial el 74.0% del saldo total de los depósitos corresponde a dólares y el 91.0% de la cartera de préstamos ha sido otorgado en dólares. Así, las tarifas de servicios públicos, los precios de los combustibles, las tasas de interés, las rentas y las transacciones en el mercado de bienes raíces y en la bolsa de valores y todos los precios de los bienes de consumo, excepto los perecederos de origen agrícola, están dolarizados. Sólo los niveles salariales, los depósitos en cuenta corriente del público en la banca comercial y los depósitos de encaje en moneda nacional de los bancos comerciales en el Banco Central no están dolarizados.

A partir de lo expuesto, el inicio de un proceso de desdolarización en Nicaragua debe ser impulsado por el mercado y debe revisar principalmente la regulación para internalizar por completo los riesgos de la intermediación en dólares, proporcionar mayor margen de maniobra a la política monetaria, promover el uso de la moneda local y de los sustitutos del dólar, basados

en una moneda local confiable. Es decir, la desdolarización forzada será muy difícil de emprender políticamente salvo en circunstancias extremas.

Además, la estrategia de desdolarización debe centrarse no sólo en los marcos prudenciales que internalizan los riesgos de la dolarización y la promoción de mercados de córdobas como la variabilidad del tipo de cambio, sino también, es necesario que se cumplan requisitos básicos, como estabilidad financiera a partir de la construcción sobre una estabilización macroeconómica creíble, generando los incentivos adecuados desde el punto de vista monetario y fiscal, la disponibilidad de recursos, liberalización financiera, esto a través de reformas institucionales, pero, sobre todo, el continuo fortalecimiento del Banco Central con capacidad financiera, técnica e independiente, que son ingredientes claves de una desdolarización duradera.

La factibilidad de una agenda de desdolarización financiera deberá ser analizada en un amplio contexto macroeconómico e institucional. En lo que respecta a dicha agenda, el campo analítico y las distintas recomendaciones de política, es necesaria la construcción de un modelo de equilibrio general que permita contrastar de manera simultánea la efectividad y costos del proceso de desdolarización. Al contar con una herramienta analítica que incorpore dichas recomendaciones en el marco de las características particulares de la economía nicaragüense, será posible evaluar tanto la necesidad de perseguir una estrategia de desdolarización como las distintas opciones de política que sirven a este objetivo.

Finalmente, Nicaragua con una economía dolarizada extraoficialmente, deberá continuar trabajando de manera consistente en un horizonte de largo plazo, en pos del objetivo de disminuir el nivel de dolarización de la economía y su fragilidad financiera, en donde el papel facilitador del Estado es muy importante para reducir el costo social inherente ante una dolarización oficial, siendo necesario más y mejor educación, salud, transferencia de tecnología, infraestructura económica moderna, solidez del sistema financiero, protección a la población excluida del progreso humano, consolidación del estado de derecho y evitar que las empresas sean competitivas y rentables sobre la base de la reproducción de la pobreza, el deterioro de los recursos naturales y del medio ambiente.

IX. Referencias

Alvarez P. y García A. (2007). To dollarize or de-dollarize: Consequences for Monetary Policy. Paper prepared for the Asian Development Bank.

Balino T., Bennett A. y Borensztein E. (1999). "Monetary Policy in Dollarized Economies". International Monetary Fund (IMF). Occasional Paper OP/171.

Bordo, Michael (2003) Exchange rate regime choice in historical perspective, IMF Working Papers, 3(160).

Burger J. y Warnock F. (2003). "Diversification, original sin, and international bond portfolios". International Finance Discussion Papers 755, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

Castillo Paul y Winkelried Diego (2009) ¿Por qué la dolarización es tan persistente?, México DF: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Consejo Monetario Centroamericano, (2004). Un vistazo a la dolarización en Centroamérica y República Dominicana.

Cowan, K., H. Kamil y A. Izquierdo (2004): "Macroeconomic Determinants of Dollarization: A New Look at the Evidence". Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

De Nicoló, Gianni, Honohan, Patrick, y Alain Ize (2003); "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?". International Monetary Fund (IMF) Working Paper WP03/146.

Dornbusch, Rudiger Fisher, Stanley y Startz, Richard 8va Ed, McGraw-Hill Madrid España 2002.

Erasmus, L., J. Leichter and J. Menkulasi, (2009). Dedollarization in Liberia-Lessons from Cross-Country Experience. International Monetary Fund (IMF) Working Papers WP/09/37.

Fisher, Irving (1911). The purchasing power of money, its determination and relation to credit, interest and crises. Recuperado de:

http://oll.libertyfund.org/index.php?option=com_staticxt&staticfile=show.php&title=1165

Friedman, Milton (1968). The role of monetary policy, *The American Economic Review*, 58.

Galindo, A. y L. Leiderman. (2003). "Living with Dollarization and the Route to Dedollarization". Banco Interamericano de Desarrollo Working Paper No. 526 (Washington D.C.).

Giraldo, Andrés (2006) La neutralidad del dinero y la dicotomía clásica en la macroeconomía. Cuadernos de Economía.

Glower, Carlos (2001) La dolarización en El Salvador. Lecciones y advertencias para la región. Nueva Sociedad.

Gob.mx (2015). Posición de Estados Unidos en el mundo. Gob.mx. Recuperado de https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/44565/_EEUU_Ficha_resumen.pdf

Goldstein, M and P Turner (2004): Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets. Peterson Institute for International Economics, Washington.

González-Eiras, M. (2003): "Liquidity Demand in the Presence of a Lender of Last Resort". (No publicado, Buenos Aires: Universidad de San Andrés). Chilean Experience". Economic and Social Study Series, IADB.

Hardy, Daniel y Pazarbasioglu, Ceyla (2006) Desdolarización forzada: la versión extrema. En Adrián Armas, Alain Ize y Eduardo Levy Yeyati (Eds.) (2006) Desdolarización Financiera: la agenda de política. Perú: IMF y el Banco de la Reserva del Perú.

Hausmann, R. and U. Panizza (2003), "On the determinants of original sin: an empirical investigation". *Journal of International Money and Finance*.

Herrera, L.O. y R. Valdés (2004). “Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience”. Economic and Social Study Series, IADB.

Instituto Nacional de Información de Desarrollo (2015). Encuesta Nacional de Hogares sobre Medición de Nivel de Vida 2014.

Jeffrey, S. (2004). The Price of Civilization. New York, United States: Random House.

Kamil H. (2005). Does Moving to a Flexible Exchange Rate Regime Reduce Currency Mismatches in Firms’ Balance Sheets? International Monetary Fund (IMF).

Kemmerer, Edwin (1959), Oro y patrón oro. Argentina: Editorial sudamericana.

Kraft E. (2003). “Monetary Policy under Dollarization: The Case of Croatia”. Comparative Economic Studies.

Levy Yeyati, E. (2006). Financial dollarization: evaluating the consequences. CEPR, CES, MSH, 2006.

Mancheno, Diego, Oleas, Julio y Samaniego, Pablo (1999), Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en el Ecuador, Apuntes de Economía.

Martinez, L. and A. Werner, 2002. “The exchange rate regime and the currency composition of corporate debt: The Mexican experience”. Journal of Development Economics, vol 69/2.

Marx, Karl (1946), El Capital (2ª ed.) Colombia: Fondo de cultura económica.

Marx, Karl (1973), El Capital. Argentina: Editorial Cartago SRL.

Méndez E., y Kikut A. (2003). “La Dolarización Parcial en Costa Rica”. Banco Central de Costa Rica.

Moreno, J. (2005). “Financial Integration and Dollarization: The Case of Panamá”. Cato Journal, Vol. 25, No. 1. Cato Institute.

Naciones Unidas, (2010). Situación y perspectivas de la economía mundial 2010.

Naranjo, Marco y Naranjo, Luis, Costos y escenarios de la salida de la dolarización.
Economía y Humanismo.

Nienke Oomes, (May 2003). Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia. International Monetary Fund (IMF) Working Paper WP03/96.

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2003). Addicted to dollars. NBER Working Paper 10015. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Rennhack, R., & Nozaki, M. (2006). Financial dollarization in Latin America. International Monetary Fund (IMF). Working Paper WP/06/7.

Sachs, Jeffrey y Larraín, Felipe (2002), Macroeconomía en la economía global.
Argentina: Pearson education S.A.

Sarajevs (2000). "Econometric Analysis of Currency Substitution: A Case of Latvia". Discussion Papers 2000. No. 4. Bank of Finland.

Stiglitz, J. (2002). Globalization and Its Discontents. New York, United States: W.W. Norton.

Vetlov, I. (2001). "Dollarization in Lithuania: An Econometric Approach". Discussion Papers 2001. No. 1. Bank of Finland.

Samaróczy, M. y Sa, S. (2002). "Macroeconomic Adjustment in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia". International Monetary Fund (IMF) Working Paper WP/02/92.

Weatherford, Jack (1997), La historia del dinero: De la piedra arenisca al ciberespacio.
Chile: Editorial Andrés Bello.