Globethics Repository



El costo operacional del dólar como moneda [The operational cost dollar as currency]

This page was generated automatically upon download from the Globethics Repository. More information on Globethics see https://www.globethics.net. Data and content policy of Globethics Repository see https://repository.globethics.net/pages/policy.

Item Type	Article
Authors	Moreno Villalaz, Juan Luis
Publisher	Fundación Friedrich Ebert (FES)
Rights	Creative Commons Copyright (CC 2.5)
Download date	2026-11-16 05:49:08
Link to Item	http://hdl.handle.net/20.500.12424/219076

El costo operacional del dólar como moneda

El caso de Panamá

JUAN LUIS MORENO-VILLALAZ

El presente artículo critica la discusión de medir el costo de un sistema dolarizado por el señoreaje pagado a Estados Unidos y el costo de adquirir el *stock* inicial de divisas, que es el método comúnmente usado por diversos autores. Al contrario, aquí se propone calcular el costo de oportunidad tanto del sistema dolarizado como del sistema monetario autónomo. Al hacer los cálculos en Panamá, en comparación con la experiencia de otros países, se encuentra que el costo de oportunidad de ambos sistemas es más o menos el mismo, pero además Panamá ahorra por no tener un banco central –entre otros costos.

El costo de un sistema dolarizado o de un sistema de moneda unificada (como el de Panamá), se ha calculado como el señoreaje que es pagado indirectamente a Estados Unidos (Harberger; Johnson 1978, quienes apoyaban este sistema), y por críticos al sistema (como Fischer 1982 y 1992; Williamson). En el pasado, en los países industrializados el señoreaje anual cobrado por el Banco Central (incluyendo el impuesto inflacionario) era entre 0,5% y 1% del PIB durante los años 80, pero ahora es solo entre 0,4% y 0,6% del PIB debido a la baja en la inflación (Agénor/Montiel; Williamson). El señoreaje es más alto en los países en vía de desarrollo, especialmente con inflación elevada, pero esto es una forma de impuesto y no un beneficio económico para la sociedad. Adicionalmente está «el costo, al principio, de adquirir el surtido o *stock* inicial de moneda extranjera de alto poder» (Fischer 1982), y la pérdida de una fuente de ingresos para el gobierno posteriormente (el señoreaje). Este enfoque del análisis del señoreaje lleva a Fischer a la

JUAN LUIS MORENO-VILLALAZ: asesor económico del Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá; partícipe activo en la promoción del sistema dolarizado; ha sido miembro del grupo de asesores internacionales del presidente de Ecuador, Jamil Mahuad, cuando este país adoptó la dolarización. <http://www.sinfo.net/juanluismoreno>

Palabras clave: modelos económicos, caja de conversión, dolarización, Panamá.

conclusión de que el sistema-dólar implica un «costo sustancial» a la nación. «El costo del flujo es típicamente 1% del PIB y el costo del *stock* inicial es alrededor de 10% del PIB» (p. 295[1]). Sin embargo, estas evaluaciones del costo del sistema panameño son exageradas y además no toman en cuenta el costo de oportunidad, al no compararlo con el costo de un sistema monetario autónomo.

La pregunta relevante es ¿cuál es el costo de la alternativa a un sistema de moneda unificada? Es decir, cuál es el costo de oportunidad (Moreno-Villalaz 1999). El sistema monetario autónomo requiere de reservas internacionales mantenidas como activos líquidos, que ganan ingresos financieros, pero éstos son menores que los ingresos de inversiones a largo plazo[2]. Es decir que existe un costo real de tener que dedicar recursos a mantener el sistema monetario, que tendrían mayor rendimiento social de otra forma. En el sistema dólar, aun cuando los dólares usados como circulante no ganan ingresos, en total hay un porcentaje mucho menor de reservas. En Panamá, el mayor costo se compensa debido a que no se ganan intereses por tener un porcentaje más bajo de reservas o divisas (relativo al que mantiene un banco central), como se estima más adelante.

Por otra parte, en el sistema-dólar la moneda inicial extranjera necesaria se obtiene de las reservas internacionales del Banco Central y de los dólares que para el presente mantiene la población (dentro o fuera del país). Estos recursos son superiores a las necesidades de circulante y reservas operacionales, por lo que no existe un «costo inicial» adicional. Por lo tanto no está claro por qué Fischer asume que hay un costo de adquirir al inicio la moneda extranjera. La discusión del costo y los requisitos de reserva de un sistema dolarizado es importante para los países que estén considerando la dolarización como una opción; además, porque el argumento del análisis del costo del señoreaje todavía es usado para objetar la dolarización[3], como fue usado en los casos de El Salvador y de Ecuador (que sin embargo dolarizaron).

Estimaciones

En un sistema dolarizado, como en Panamá, no se necesitan reservas internacionales para los efectos de cubrir las fluctuaciones en la balanza de pagos, o para mantener la paridad de la moneda. Sin embargo, se tienen dólares: a) en manos del público, como circulante; b) en las bóvedas de los bancos; c) en cuentas en el exterior por los bancos, como reservas operacionales para sus transacciones internacionales, o con propósitos de liquidez. En el caso particular de Panamá, el estimado de dólares en circulación o en depósitos

1. Fischer usó data desde 1973 hasta 1976. En su papel de 1992 mantuvo el argumento sin cambiar, reduciendo el cálculo del costo del *stock* necesario a entre 5%-10%.
2. A pesar de que Williamson mencionó este criterio en una nota al pie, no la incluyó en el cálculo del costo del sistema monetario unificado (p. 32).
3. Otro argumento en contra de la dolarización, usado por el FMI en este caso, era la dificultad de reducir el déficit del Gobierno, lo que no parece un argumento relevante.

de la banca en el exterior, tiene que tomar en cuenta (y excluir) el efecto de la banca *offshore*[4] y las operaciones de la Zona Libre de Colón (ZLC). Estos sectores son usuarios intensivos de balances en efectivo y en el exterior, pero no son un componente del sistema-dólar. Además, ambos son de un considerable tamaño relativo respecto de la economía; en 1996 los activos de la banca *offshore* eran 190% del PIB de Panamá, y las reexportaciones de la ZLC representaban 63% del PIB.

Tomando en cuenta una gran cantidad de países subdesarrollados y desarrollados[5], se estimó que el dinero en circulación fuera de los bancos era, en promedio, de 4,4% del PIB, con un rango de 3% a 6%. Esto se hizo usando la tasa de circulante sobre depósitos a la vista y aplicándola a Panamá, como hizo Harberger, o usando M2/PIB que produce resultados similares. Harberger estimó la tasa de moneda en circulación sobre el PIB entre 6% y 8%, usando data de 1964. En todos los países (excepto EEUU) la cantidad de circulante sobre depósitos ha bajado en promedio tres puntos porcentuales desde los años 60, producto del mayor desarrollo de la banca y por ende de una mayor «monetización de la economía». En Panamá, dado el avanzado desarrollo de la banca, el estimado usado efectivamente sobreestima el nivel relativo del circulante.

Por otra parte, la estimación de los balances operacionales en el exterior, para transacciones y liquidez de la banca, fue hecha usando como base el periodo 1967-1968, debido a que entonces la banca *offshore* y la ZLC no estaban desarrolladas. En dicho periodo, el balance operacional en el exterior fue de 1,5% del PIB, ajustado para excluir los balances relacionados con depósitos externos y los depósitos relacionados con la ZLC (ver en detalle en Moreno-Villalaz 1997). Adicionalmente, la cantidad de moneda en las bóvedas de los bancos se estimó usando la rata existente en EEUU y en Inglaterra.

Sumando ambos elementos, el estimado del total de moneda extranjera usado en Panamá, como circulante y por razones operacionales, es de entre 6,2% a 8% del PIB (ver cuadro 1). Las tasas reales para todas las cifras son más altas para Panamá debido al efecto de la banca *offshore* y la ZLC. Esto también ocurre en el caso de Singapur, que comparte con Panamá las características de ser un centro financiero internacional y de gran comercio *entrepot*. La primera característica también se aplica a Suiza.

---

4. La existencia de los depósitos ligados a la banca *offshore* invalida la información sobre los depósitos en el exterior, o lo que el FMI llama reservas internacionales de Panamá.
5. Los países usados para el estimado del circulante fueron Alemania, Argentina, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Colombia, Corea del Sur, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Francia, Alemania, Grecia, Guatemala, Italia, México, Países Bajos, Portugal, Suecia, Reino Unido, Uruguay y Venezuela. Los países usados para el estimado de reservas internacionales fueron Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Colombia, Corea, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Finlandia, Francia, Grecia, Guatemala, Italia, México, Nueva Zelanda, Países Bajos, Singapur, España, Suecia, Turquía, Reino Unido y Uruguay. En ambos casos fueron excluidos países con un PIB per cápita menor a 1.000 dólares y otros con tasas excepcionales.



© 2001 Teresa Toscano/Nueva Sociedad

Por otra parte, se hizo un estimado de cuánta sería la cantidad de divisas usadas como reservas internacionales que tendría que tener Panamá en un sistema monetario autónomo. En un grupo de países desarrollados y en vías de desarrollo se encontró un rango de 32% a 45% de reservas sobre el valor de las importaciones (CIF)[6]. Se hace notar que hay países como Chile, Argentina y Brasil (no incluidos en la muestra usada) que tienen reservas de alrededor de 100% del PIB. Como las importaciones de Panamá son 30% del PIB,

6. El rango real en la muestra fue entre 25% al 60% con un promedio de 40%.

Cuadro 1

Costo de oportunidad del sistema-dólar y un sistema monetario autónomo

Item	% de PIB-A	% de PIB-B	Costo-A % Oportunidad	Costo-B % Oportunidad	Costo A/ PIB %	Costo B/ PIB %
Sistema dolarizado circulante	3,5	5,3	8,5	10,0	0,30	0,53
Reservas operacionales	1,7	1,7	4,8	6,3	0,08	0,11
Efectivo en bóvedas	1,0	1,0	8,5	10,0	0,09	0,10
Costo de inflación			1,6	1,6	0,06	0,08
Costo total %/PIB	6,2	8,0			0,52	0,82
Sistema autónomo	9,9	14,0	4,8	6,3	0,47	0,88

Fuente: Data del *IMF Financial Statistics*, *Estadísticas Panameñas - Finanzas*, *Panamá en Cifras*, Dirección de Estadística y Censo, Panamá, y estimados del autor.

sin incluir las reexportaciones de la ZLC, las reservas que Panamá necesitaría en un sistema monetario autónomo estarían entre 9,9% y 14% del PIB. Esto es, según nuestros cálculos, 3,7 a 6 puntos porcentuales más que el estimado de divisas extranjeras que Panamá usa en el presente[7].

Costo de oportunidad

La comparación de costos entre el sistema dolarizado y el autónomo tiene que ponderar los costos de oportunidad de los recursos usados para sostener el sistema monetario o el régimen de cambios, y la proporción de reservas internacionales utilizadas. En el sistema autónomo hay una mayor cantidad de reservas, pero con un menor costo de oportunidad (ya que tienen un retorno financiero). En el sistema dolarizado hay menor cantidad de reservas, pero con menor retorno (ya que una parte –el circulante– carece de retorno financiero). Se usaron dos tasas para calcular el costo de oportunidad de los recursos usados, 8,5% y 10%, tasas de descuento comúnmente usadas en evaluación de proyectos para países en desarrollo. Los ingresos sobre reservas fueron calculados usando la tasa Libor (6 y 12 meses promedio para 1994), y una inflación de 1,6% (que fue la tasa promedio de crecimiento del índice de precios del productor en EEUU en 1991-1996). El resultado es que en ambos sistemas el cálculo de los costos de oportunidad es aproximadamente el mismo (la diferencia es menos de un décimo[8] (ver cuadro 1). Los resultados dependen de la tasa de descuento que se usa y la tasa de inflación. Lo que se deriva

7. Fischer (1992) señala que las «reservas internacionales» de Panamá eran muy altas, más de 70% del PIB, pero incorpora reservas de transacciones de las operaciones de la banca *offshore* (que eran altas en ese tiempo).
8. En un sistema monetario autónomo los dólares mantenidos fuera del Banco Central también tienen un costo de oportunidad, lo que no fue tomado en cuenta.

de estos cálculos es que el sistema-dólar, como el panameño, no impone un costo adicional a la economía (por razones de señoreaje), comparado con un sistema monetario autónomo.

El caso de una caja de conversión –p. ej., la convertibilidad argentina– es diferente. En estos casos la cantidad de reservas puede ser simplemente igual a la cantidad de moneda en circulación, que sería igual al sistema-dólar o sistema de moneda unificada. Pero como las reservas ganan intereses el costo de este sistema sería más bajo que con el sistema-dólar. No obstante, las reservas pueden ser mayores si se usan para proveer extra liquidez al sistema bancario (prestamista de última instancia), como algunos economistas recomiendan (v. Hausmann). Por ejemplo Argentina exigía una reserva sobre depósitos[9] de 35%, lo que aumentaba el costo de oportunidad del sistema. Este no ha sido el caso de Panamá, donde ahora ni siquiera existen reservas legales sobre depósitos. Adicionalmente, Argentina tiene una tasa baja de comercio internacional con respecto al PIB, de tal manera que las reservas relacionadas con transacciones internacionales son relativamente bajas, lo que no sería el caso de Panamá. Por lo contrario, Hong Kong, con un alto ingrediente de comercio internacional, mantiene una proporción mucho mayor de reservas internacionales con respecto a la moneda en circulación.

Adicionalmente, en un sistema-dólar o sistema de moneda unificada no existe el costo de mantener un banco central y debido a la estabilidad del sistema y a la importancia de los bancos internacionales (en Panamá) el costo de la regulación y la supervisión bancaria es relativamente pequeño. Por otro lado, existe la posibilidad de que EEUU pudiera compartir el señoreaje, como ha sido recomendado por Johnson (1972), y propuesto en 2000 por el ex-senador estadounidense C. Mack. Incluyendo estos elementos y contrario a la opinión prevaleciente, el costo de oportunidad del sistema-dólar es más bajo que el de un sistema autónomo. Y, también, contrario a un sistema autónomo de moneda, el sistema dolarizado garantiza la estabilidad sin crisis bancaria, gran cantidad de flujos de capital financiero, un mecanismo de ajustes automático, bajas tasas de interés (cerca de las tasas internacionales), baja inflación, que son condiciones favorables para la integración financiera (Moreno-Villalaz 1997 y 1999). Por último, las reservas están en manos del público y no como activos del Banco Central o de una entidad pública.

En el sistema dolarizado hay un costo de conseguir nuevas reservas cada año, que para algunos hay que añadírselo al costo de dolarización (v. Hausmann/Powel[10]). No obstante, este costo también es necesario en un sistema monetario autónomo o aun en una caja de conversión. De hecho, dado que un sistema monetario autónomo requiere más reservas internacionales

9. Aunque Argentina paga a los bancos un interés sobre las reservas legales, todavía tienen un costo de oportunidad para la sociedad.
10. Es sorprendente además que estos señores recomiendan reservas contra riesgos, con lo que el costo del sistema dolarizado es alto, aun así ellos estén a favor del mismo.

que un sistema-dólar (como se demostró), los costos de acumular divisas serán mayores. Por lo tanto, en este renglón tampoco hay un costo de oportunidad adicional relacionado con la dolarización.

Resumen y conclusiones

Los estudios sobre los costos operativos de un sistema dolarizado concluyen que implica un costo sustancial de señoreaje. Sin embargo, estos estudios no comparan el costo de oportunidad, o el costo del sistema alterno, y exageran los costos operativos. En efecto, usando la experiencia panameña se hizo un estimado de los costos del sistema-dólar comparado con los costos del sistema monetario autónomo, y encontramos que: a) el sistema-dólar usa una menor cantidad de reservas internacionales, de cuatro a seis puntos porcentuales sobre el PIB menos que el sistema monetario autónomo; b) el costo de oportunidad de ambos sistemas es más o menos igual: lo que se pierde por carecer de retornos financieros en el circulante se compensa por el uso de menos reservas totales, sin embargo, el sistema dolarizado no incluye costos asociados al tener un banco central y posee menor costo de supervisión bancaria; c) no hay costo de oportunidad de adquirir inicialmente las divisas para el circulante (porque ya se tienen), o de adquirir las divisas adicionales anualmente (es aún menor que las que necesita un sistema autónomo). Por lo tanto, un sistema de moneda unificada, no impone un costo adicional a una economía.

Referencias

Agénor, Pierre-Richard y Peter J. Montiel: *Development Macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton, 1996.

Fischer, Stanley: «Seigniorage and the Case for a National Money» en *Journal of Political Economy* vol. 90 Nº 2, 4/1982, pp. 295-313.

Fischer, Stanley: «Seigniorage and Official Dollarization» in Nissan Liviatan (ed.): *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, World Bank, Discussion Paper Nº 207, Washington, 1992, pp. 6-10.

Harberger, Arnold C.: «Reflexiones sobre el Sistema Monetario Panameño» en *Estudios sobre el sistema monetario y bancario de Panamá*, Dirección General de Planificación, Estudios Especiales Nº 2, Panamá, 1967.

Hausmann, Ricardo: «Currencies: Should There be Five or One Hundred and Five?» en *Foreign Policy*, otoño de 1999, pp. 65-79.

Hausmann, Ricardo y Andrew Powell: «Dollarization: Issues of Implementation», Banco Interamericano de Desarrollo, Seminario Opciones Cambiarias para la Región, Panamá, 1999.

Johnson, Harry G.: «The Panamanian Monetary System» en H.G. Johnson: *Further Essays in Monetary Economics*, George Allen & Unwin, Oxford, 1972.

Johnson, Harry G.: «Notas sobre el Sistema Monetario Panameño» en *10 Ensayos sobre el sistema monetario panameño*, Banco Nacional de Panamá, Panamá, 1978.

Moreno-Villalaz, Juan Luis: *La experiencia monetaria de Panamá. Lecciones de una economía dolarizada con una banca internacional*, Panamá, Banco Nacional de Panamá, 1997 (tb. en <http://www.sinfo.net/juanluismoreno>).

Moreno-Villalaz, Juan Luis: «Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy With Financial Integration» en *The Cato Journal* vol. 18 Nº 3, invierno de 1999, pp. 421-439 (en español en <http://www.sinfo.net/juanluismoreno>.

Williamson, John: «*What Role for Currency Boards?*», Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics Nº 40, Washington, 1995.