

DOLARIZACIÓN Y DESDOLARIZACIÓN: UN ANÁLISIS TÉCNICO, HISTÓRICO E INTERNACIONAL, PARTE II

ISADORE NABI

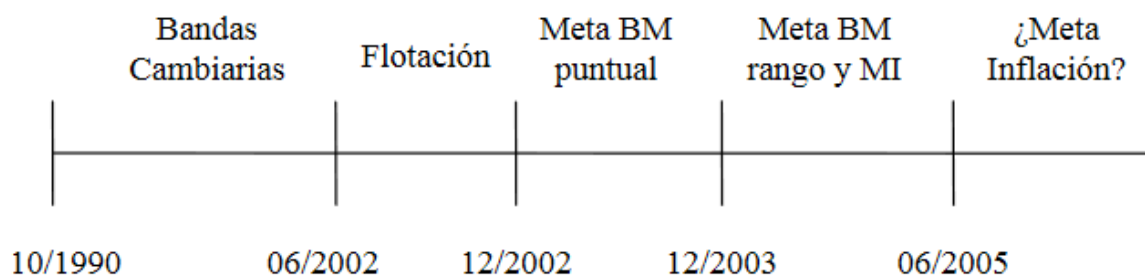
DOLARIZACIÓN Y DESDOLARIZACIÓN EN URUGUAY

I. CONDICIONES ESTRUCTURALES DEL URUGUAY PREVIAS AL PROCESO DE DOLARIZACIÓN

I.I. Generalidades

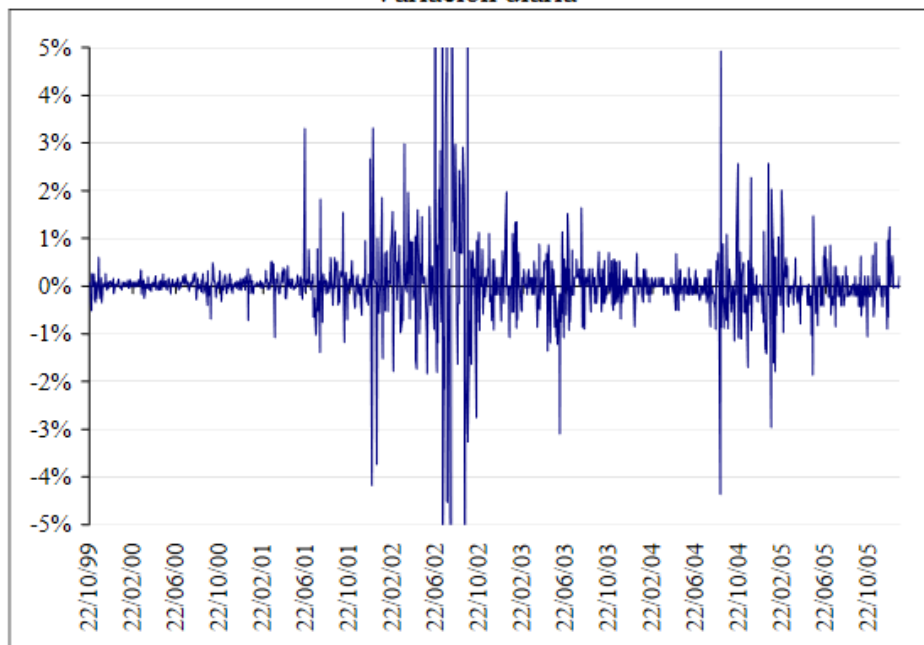
Como se señala en (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006, pág. 8), luego de la devaluación experimentada en la economía del Uruguay a inicios de este milenio, la prioridad para el gobierno era la de comenzar a definir un ancla monetaria, que obviamente no podía ser el tipo de cambio. Este fue un proceso que llevó algunos meses y que culminó hacia fines del año 2002 con la adopción de la base monetaria como ancla del sistema. Como era esperable, el período post devaluación y flotación fue un período de alta volatilidad en el tipo de cambio, no solo por el efecto del pasaje de un tipo de cambio relativamente fijo a uno flexible, sino también por el nerviosismo del mercado mientras no estaba clara cuál sería la política monetaria a seguir (véase gráfico 2.6). Esto se muestra en las figuras presentadas a continuación, en donde BM significa *base monetaria* y MI significa *meta de inflación*.

Figura 2.1. Evolución de la política monetaria-cambiaria de jure 1990-2005



Fuente: (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006, pág. 8).

Gráfico 2.6 Tipo de cambio interbancario comprador
Variación diaria



Fuente: BCU. **Nota:** los valores se han truncado en el período de mayor volatilidad con el objetivo de una mejor observación de los demás valores. En alguno de estos días la variación diaria superó el 10%.

Fuente: (Aboal, Lanzilotta, & Perera, 2006, pág. 9).

Debido a lo anterior, (Labat & Licandro, 2021, pág. 5) establecen que el momento histórico de partida de la dolarización fue a partir de 2003. Así, se deben exponer sintéticamente el conjunto de condiciones macroeconómicas fundamentales dentro y junto de las cuales la economía uruguaya comenzó a funcionar de forma dolarizada.

I.II. Inflación

Como señalan L&L, Uruguay comenzó a administrar la política monetaria bajo un tipo de cambio de libre flotación recién después de la crisis de 2002, puesto que fijó sus objetivos en otro macroprecio, específicamente en la inflación. La historia uruguaya está marcada por la sucesión de diferentes tipos de arreglos de tipo de cambio fijo, con intervalos muy cortos de episodios caóticos de flotación entre medio, hasta el abandono de la banda cambiaria en julio de 2002.

En medio de la crisis, el Banco Central optó por avanzar hacia el manejo de la base monetaria, ya que las autoridades del Banco Central entendieron que era importante comprometerse en el corto plazo con una meta que se podría lograr para construir credibilidad a largo plazo. A partir de septiembre de 2002, el Banco Central comenzó a anunciar metas trimestrales para la base monetaria, inicialmente sin ninguna referencia a una meta de inflación. Una vez que se completó el canje de deuda en el primer semestre de 2003, el Banco Central comenzó a introducir una referencia a un número de inflación. Gradualmente, el compromiso de la política monetaria se desplazó primero a los agregados monetarios y luego a la inflación. A principios de 2005, Uruguay operaba bajo lo que podría llamarse un régimen de metas de inflación, con los agregados monetarios como instrumento de política monetaria. Inicialmente, el centro del rango meta para la inflación fue establecido por el Ministerio de Economía y Finanzas en 5,5% y a principios de 2005 se cambió al 5%, donde permanecería hasta agosto de 2020. El ancho del rango meta se estableció inicialmente en G2%, en 2009 se reduciría transitoriamente a G1% para volver al diseño original en 2013.

El instrumento inicial de política monetaria bajo metas de inflación fue M1¹. En julio de 2007 el Banco Central del Uruguay pasó a utilizar la tasa interbancaria a un día como instrumento de política monetaria, para luego volver en julio de 2013 a la gestión de agregados monetarios.

Señalan L&L que en 2008 se aprobó la nueva carta orgánica del Banco Central. Esta ley daría más autonomía al regulador de servicios financieros, pero a pesar de las intenciones iniciales de brindar un mejor marco para la política monetaria, no se produjeron mejoras. El borrador inicial enviado desde el Banco Central al Ministerio de Economía y Finanzas estaba alineado con las mejores prácticas de diseño institucional de la banca central, y preveía varias mejoras de las instituciones monetarias que no terminarían reflejándose en el texto final. En particular, la priorización de la inflación como el objetivo principal de la política monetaria, un

directorio con mandatos de ocho años superpuestos, una mayor rendición de cuentas, fueron ideas que naufragaron en el proceso parlamentario (ya habían sido desestimadas en la discusión de 1995). Ninguna de estas ideas fue finalmente aprobada. En cambio, la creación de un Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) con un mandato bastante ambiguo y una clara preeminencia del Ministerio de Economía y Finanzas sobre el Banco Central terminó por reducir la independencia del Banco Central, ver Licandro y Licandro (2010). Además, los nuevos estatutos tenían una redacción bastante ambigua de los objetivos del Banco Central que podría dar lugar a interpretaciones bastante diferentes en cuanto a la forma en que el banco debería manejar las medidas de política económica.

La práctica de la política monetaria no mejoró el diseño institucional, ya que el Banco Central mantuvo una estrecha coordinación institucional con el Ministerio de Economía y Finanzas. Luego de creado el CCM, este comenzó a reunirse trimestralmente el día antes (o incluso el mismo día) a las reuniones del comité de política monetaria (antes del COPOM). Esa sería la rutina de la coordinación de políticas hasta principios de 2020. Señalan también los autores que todo el período se caracteriza por un conflicto permanente y visible de objetivos en el Banco Central. El Banco Central destacó este conflicto en la comunicación pública utilizando varias imágenes que se referían a la política monetaria como un ejercicio de equilibrio, una disciplina imperfecta, y la flexibilidad del Banco Central en el uso de sus instrumentos. Esta actitud corresponde a una interpretación del mandato establecido en los estatutos del banco que imaginaba el conflicto entre actividad e inflación como permanente. En la práctica, la inflación se convirtió en una prioridad cuando la inflación estuvo cerca de superar el nivel del 10%, y la actividad fue una prioridad cuando la inflación se acercó a la meta de inflación.

Además, señala (Alegre, 2008, pág. 148) que “Mientras la inflación tuvo una baja progresiva hasta llegar a un dígito a fines de los años 90 (de un 81% en 1991, a poco más del 8% en 1998), el salario real tuvo un aumento progresivo bastante moderado

también en este período: del orden del 7,5% acumulado entre 1991 y 1998. (INE, 2003).”

I.III. Deuda Externa

Como se señala en (Alegre, 2008, pág. 148), “La refinanciación de la deuda externa uruguaya a través del “Plan Brady” implicó para Uruguay y para el resto de los países de la región incluidos en el plan, quitas al valor de la deuda a cambio del compromiso de acelerar los programas de reformas en áreas como las empresas públicas, el comercio, y el mercado de trabajo. Así mismo, este plan de renegociación reorientó la política cambiaria de herramienta para lograr el equilibrio externo, hacia su utilización como instrumento anti-inflacionario, dado que ya no era necesario mantener un tipo de cambio elevado para obtener superávit comercial de manera de hacer frente a los pagos de la deuda. (Rodríguez, Cozzano y Mazzuchi, 2001).”

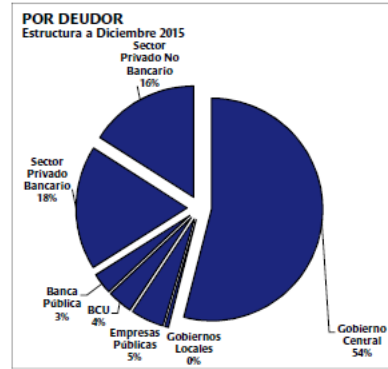
En el sitio web del Banco Mundial no existen datos disponibles acerca de la deuda externa del Uruguay (en ninguno de sus tipos¹) y las secciones del sitio web del Banco Central del Uruguay (BCU) pertinentes a deuda externa se encuentran caídas para esta fecha (7 de junio de 2021), sin embargo, mediante la utilización de la *WayBackMachine* del *Internet Archive* ha sido posible recuperar por completo la versión del sitio web del 2 de enero de 2016 y, con ello, los archivos que esta versión del sitio contiene relativos a la deuda externa uruguaya; sin embargo, del período de interés (1990-2003) sólo se pudo recuperar el subconjunto de años 1999-2003, tal como se presenta a continuación.

¹ A corto plazo, a largo plazo, a precios actuales, como porcentaje del ingreso nacional bruto, etc.

**Deuda Externa Bruta del Uruguay
(millones de dólares)**

1. Deuda Externa Bruta del Uruguay por deudor.

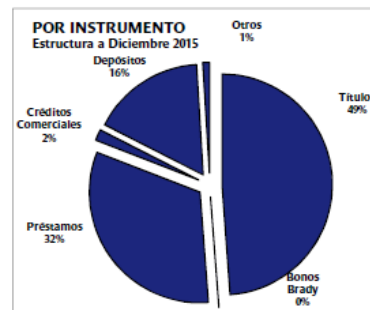
Notas	Total	Sector Público no financiero			BCU	Banca Pública	Sector Privado Bancario	Sector Privado No Bancario	
		Gobierno Central	Gobiernos Locales	Empresas Públicas					
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	13.382	4.120	83	530	858	378	7.413	N/D	
2000	14.607	4.697	105	499	791	346	8.169	N/D	
2001	15.967	4.586	128	494	621	681	9.458	N/D	
2002	12.876	7.161	136	440	562	340	4.237	N/D	
2003	13.241	8.200	147	440	770	343	3.340	N/D	
2004	14.082	8.628	151	392	1.035	317	3.559	N/D	
2005	13.717	8.767	150	417	842	322	3.218	N/D	
2006	12.977	8.582	148	532	50	326	3.340	N/D	
2007	14.864	9.928	138	895	105	318	3.480	N/D	
2008	15.425	9.533	128	919	155	329	4.361	N/D	
2009	17.969	10.640	118	1.392	619	348	4.853	N/D	
2010	18.425	10.593	108	1.283	838	361	5.243	N/D	
2011	18.345	11.319	141	1.784	814	379	3.909	N/D	
II.12	20.959	11.762	145	1.837	753	396	3.779	2.287	
III.12	21.312	11.337	145	1.990	993	393	3.919	2.534	
III.12	22.230	11.581	153	1.995	1.237	420	4.081	2.762	
2012	24.030	12.902	157	1.939	1.248	417	4.324	3.044	
I.13	23.568	12.956	159	1.270	1.211	431	4.367	3.174	
II.13	24.516	13.127	168	1.301	1.386	459	4.648	3.427	
III.13	25.795	13.839	168	1.433	1.568	465	4.718	3.605	
2013	26.518	14.255	173	1.546	1.586	485	4.640	3.833	
I.14	26.686	13.796	172	1.707	1.713	515	4.636	4.147	
II.14	28.553	15.010	166	1.736	1.744	515	4.869	4.514	
III.14	28.405	14.756	165	1.687	1.596	528	4.898	4.775	
2014	28.100	14.904	171	1.817	1.513	545	4.961	4.188	
(*) I.15	29.513	15.775	171	1.877	1.402	757	5.322	4.209	
(*) II.15	29.464	15.467	164	1.973	1.555	773	5.204	4.327	
(*) III.15	28.105	14.976	164	1.411	1.178	815	5.202	4.359	
(*) 2.015	28.678	15.491	158	1.373	1.043	873	5.164	4.576	



Fuente: (Banco Central del Uruguay, 2016, pág. 3).

2. Deuda Externa Bruta del Uruguay por instrumento.

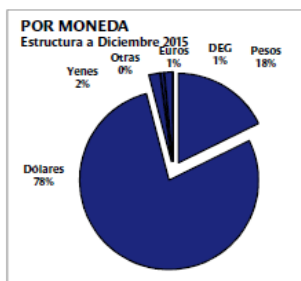
Notas	Total	Títulos de Deuda						
		Títulos	Bonos Brady	Préstamos Internac.	Créditos Comerciales	Depósitos	Otros	
	9	10	11	12	13	14	15	
1999	13.382	2.398	644	2.496	493	6.633	718	
2000	14.607	2.848	593	2.603	474	7.237	853	
2001	15.967	2.719	431	2.625	478	8.760	953	
2002	12.876	2.955	410	4.881	483	3.489	658	
2003	13.241	3.567	156	5.709	554	2.818	437	
2004	14.082	3.976	143	5.950	563	3.018	432	
2005	13.717	4.383	26	5.564	625	2.686	433	
2006	12.977	6.306	3	2.717	705	2.814	432	
2007	14.864	7.702	0	2.722	1.059	2.949	433	
2008	15.425	6.980	0	3.271	898	3.845	431	
2009	17.969	7.188	0	4.717	1.270	4.361	433	
2010	18.425	7.802	0	4.138	1.286	4.415	784	
2011	18.345	8.813	0	4.176	1.471	3.881	4	
I.12	20.959	9.336	0	6.675	1.257	3.569	122	
II.12	21.312	9.190	0	7.027	1.363	3.610	121	
III.12	22.230	9.685	0	7.366	1.259	3.796	124	
2012	24.030	11.056	0	7.763	1.194	3.890	127	
I.13	23.568	11.628	0	7.446	527	3.853	114	
II.13	24.516	11.986	0	7.846	515	4.069	100	
III.13	25.795	12.880	0	8.016	639	4.173	88	
2013	26.518	13.280	0	8.381	581	4.202	74	
I.14	26.686	12.916	0	8.633	784	4.232	122	
II.14	28.553	14.142	0	8.931	870	4.479	130	
III.14	28.405	13.782	0	9.270	714	4.431	208	
2014	28.100	13.866	0	8.709	865	4.428	232	
(*) I.15	29.513	14.695	0	9.158	850	4.564	247	
(*) II.15	29.464	14.508	0	9.173	959	4.566	257	
(*) III.15	28.105	13.645	0	9.094	367	4.728	270	
(*) 2.015	28.678	13.996	0	9.202	461	4.741	278	



Fuente: (Banco Central del Uruguay, 2016, pág. 3).

3. Deuda Externa Bruta del Uruguay por plazo y moneda.

Notas	Total	Por plazo contractual		Por moneda							
		Hasta 1 año	Más de 1 año	Pesos	Dólares	Yenes	Euros	DEG	Otras		
										16	17
1999	13.382	7.388	5.994	6	12.606	144	7	157	462		
2000	14.607	8.099	6.508	5	13.713	133	176	149	431		
2001	15.967	9.729	6.238	7	14.932	324	345	143	216		
2002	12.876	3.651	9.225	2	10.267	294	462	1.794	57		
2003	13.241	2.966	10.275	210	9.864	251	435	2.416	64		
2004	14.082	3.371	10.711	447	10.133	262	474	2.683	81		
2005	13.717	3.036	10.681	405	10.046	229	665	2.311	63		
2006	12.977	3.157	9.820	542	11.531	221	626	7	51		
2007	14.864	3.553	11.310	1.774	11.943	472	632	8	35		
2008	15.425	4.221	11.204	1.517	12.829	556	488	7	28		
2009	17.969	4.996	12.973	1.225	15.211	538	497	465	33		
2010	18.425	5.177	13.248	1.781	15.168	544	455	458	19		
2011	18.345	4.071	14.274	3.202	13.993	528	146	456	20		
I.12	20.959	5.049	15.909	3.745	16.091	491	149	461	20		
II.12	21.312	5.299	16.012	3.604	16.561	507	169	451	19		
III.12	22.230	5.421	16.809	4.158	16.921	519	153	459	20		
2012	24.030	5.562	18.468	5.458	17.498	470	128	457	20		
I.13	23.568	5.620	17.948	6.284	16.266	428	126	444	20		
II.13	24.516	5.895	18.621	6.664	16.863	406	116	447	19		
III.13	25.795	5.873	19.922	6.443	18.368	410	100	455	19		
2013	26.518	5.815	20.703	7.020	18.529	383	110	457	19		
I.14	26.686	6.009	20.677	6.645	19.068	389	106	458	20		
II.14	28.553	6.293	22.260	6.774	20.805	396	99	458	20		
III.14	28.405	6.379	22.026	6.413	21.075	366	94	439	19		
2014	28.100	6.347	21.753	6.545	20.348	586	174	429	18		
I.15	29.513	6.473	23.040	6.430	21.921	584	154	408	16		
II.15	29.464	6.399	23.064	6.284	22.016	572	160	416	16		
III.15	28.105	6.391	21.714	5.534	21.388	584	171	415	14		
(*) 2015	28.678	6.318	22.360	5.079	22.431	580	164	410	13		



Fuente: (Banco Central del Uruguay, 2016, pág. 3).

Activos Externos y Deuda Externa Neta del Uruguay (millones de dólares)

4. Activos Externos del Uruguay por Plazo

Notas	Total Activos Externos	Activos externos SPNF		Activos externos BCU		Activos externos Banca Pública		Activos externos Sector Privado Bancario		Activos externos Sector Priv. No Bancario	
		Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo
1999	-10.502	0	-62	-2.606	-255	-648	-43	-3.928	-2.960	N/D	N/D
2000	-11.237	0	-95	-2.742	-258	-561	-67	-4.809	-2.705	N/D	N/D
2001	-12.898	0	-85	-3.099	-263	-638	-70	-4.551	-4.192	N/D	N/D
2002	-5.682	-505	-127	-777	-282	-296	-20	-2.419	-1.256	N/D	N/D
2003	-6.932	-230	-184	-2.088	-256	-866	-58	-1.682	-1.568	N/D	N/D
2004	-7.877	-20	-103	-2.514	-332	-1.154	-328	-2.086	-1.340	N/D	N/D
2005	-8.956	-52	-148	-3.398	-288	-1.384	-313	-2.375	-997	N/D	N/D
2006	-8.815	-67	-151	-3.091	-291	-1.094	-810	-2.336	-974	N/D	N/D
2007	-11.239	-251	-231	-5.016	-273	-1.839	-402	-2.231	-996	N/D	N/D
2008	-13.233	-94	-183	-6.659	-548	-1.611	-295	-2.790	-1.053	N/D	N/D
2009	-16.630	-245	-283	-8.210	-609	-1.307	-1.082	-3.804	-1.091	N/D	N/D
2010	-18.270	-144	-29	-7.940	-622	-2.134	-1.441	-4.543	-1.417	N/D	N/D
2011	-19.568	-76	-4	-10.314	-752	-1.491	-2.391	-3.782	-757	N/D	N/D
I.12	-31.254	-136	-27	-11.296	-708	-2.915	-969	-4.212	-975	-8.287	-1.728
II.12	-32.568	-107	-5	-12.101	-705	-2.979	-967	-4.031	-965	-8.979	-1.728
III.12	-31.945	-69	-22	-12.817	-733	-2.999	-980	-3.687	-1.140	-7.774	-1.726
2012	-31.879	-64	-28	-13.567	-731	-2.752	-1.127	-3.365	-1.200	-7.629	-1.416
I.13	-32.521	-100	-16	-13.478	-733	-2.779	-1.142	-3.732	-1.127	-7.996	-1.418
II.13	-34.409	-112	-24	-14.863	-729	-2.952	-1.120	-3.517	-1.214	-8.461	-1.418
III.13	-35.830	-11	-32	-15.861	-760	-3.022	-1.167	-4.032	-1.067	-8.464	-1.415
2013	-35.565	-93	-26	-16.275	-765	-2.923	-1.180	-3.128	-990	-8.729	-1.456
I.14	-36.472	-101	-38	-16.504	-785	-2.748	-1.262	-3.417	-999	-9.163	-1.455
II.14	-38.291	-174	-26	-18.603	-796	-2.828	-1.330	-3.159	-823	-9.095	-1.457
III.14	-39.318	-115	-27	-17.757	-831	-2.979	-1.521	-4.199	-799	-9.634	-1.456
2014	-37.420	-42	-40	-17.555	-818	-2.750	-1.561	-3.603	-782	-8.764	-1.507
I.15	-39.599	-65	-33	-18.584	-816	-2.843	-1.536	-4.406	-807	-9.319	-1.190
II.15	-39.962	-95	-44	-18.324	-820	-3.050	-1.572	-4.552	-862	-9.614	-1.029
III.15	-38.018	-54	-39	-16.424	-855	-3.348	-1.901	-4.581	-892	-9.048	-876
(*) 2015	-37.923	-49	-40	-15.634	-861	-3.257	-2.023	-4.236	-1.465	-9.378	-979

Fuente: (Banco Central del Uruguay, 2016, pág. 4).

5. Deuda Externa Neta del Uruguay.															
Notas	Total	Sector Público									Sector Privado				
		Total									Total				
		De corto plazo			De largo plazo						De corto plazo			De largo plazo	
		Total	Deuda Bruta	Activos	Total	Deuda Bruta	Activos	Total	Deuda Bruta	Activos	Total	Deuda Bruta	Activos		
36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	
1999	2.880	2.668	-2.070	536	-2.606	4.738	5.055	-317	212	3.153	7.728	-4.576	-2.940	63	-3.003
2000	3.370	2.997	-2.117	625	-2.742	5.114	5.467	-353	373	3.104	8.475	-5.371	-2.731	41	-2.771
2001	3.069	2.381	-2.528	571	-3.099	4.909	5.257	-348	687	4.906	10.096	-5.190	-4.219	43	-4.262
2002	7.194	6.608	-404	878	-1.282	7.013	7.421	-409	586	4.823	4.538	-2.715	-1.237	39	-1.276
2003	6.309	6.800	-1.338	980	-2.318	8.138	8.577	-440	491	1.103	3.651	-2.548	-1.594	33	-1.626
2004	6.205	7.237	-1.309	1.225	-2.524	8.546	8.981	-435	-1.033	-386	2.854	-3.241	-646	1.021	-1.668
2005	4.761	6.290	-1.494	1.957	-3.450	7.783	8.220	-437	-1.528	-1.181	2.578	-3.759	-347	963	-1.310
2006	4.162	5.711	-2.819	339	-3.158	8.529	8.972	-443	-1.549	-724	2.707	-3.430	-825	959	-1.784
2007	3.625	5.295	-4.620	646	-5.266	9.915	10.419	-504	-1.670	-1.196	2.874	-4.070	-474	924	-1.399
2008	2.192	3.252	-6.243	509	-6.752	9.495	10.226	-732	-1.059	-708	3.692	-4.401	-351	997	-1.348
2009	1.340	3.424	-7.589	866	-8.455	11.012	11.904	-892	-2.083	-925	4.185	-5.110	-1.158	1.015	-2.173
2010	176	4.107	-6.835	1.249	-8.084	10.942	11.593	-651	-3.931	-2.417	4.259	-6.676	-1.513	1.345	-2.858
2011	-1.221	2.912	-9.291	1.099	-10.390	12.203	12.960	-757	-4.133	-3.747	3.747	-5.273	-2.607	542	-3.148
I.12	-10.295	2.329	-10.293	1.138	-11.431	12.622	13.358	-736	-12.625	-11.162	4.252	-15.415	-1.462	2.210	-3.672
II.12	-11.256	1.548	-11.461	747	-12.208	13.008	13.718	-710	-12.804	-11.661	4.329	-15.990	-1.143	2.518	-3.660
III.12	-9.713	1.329	-10.826	2.060	-12.885	12.155	12.909	-755	-11.042	-9.971	4.488	-14.459	-1.071	2.775	-3.846
2012	-7.848	1.857	-11.567	2.064	-13.631	13.424	14.182	-759	-9.704	-9.034	4.712	-13.746	-670	3.073	-3.743
I.13	-8.951	1.270	-11.897	1.681	-13.578	13.168	13.917	-749	-10.222	-9.749	4.758	-14.507	-473	3.213	-3.686
II.13	-9.894	254	-13.205	1.770	-14.975	13.459	14.212	-752	-10.148	-9.927	5.002	-14.929	-221	3.531	-3.752
III.13	-10.034	348	-14.231	1.641	-15.872	14.576	15.367	-791	-10.379	-10.454	5.063	-15.517	75	3.734	-3.649
2013	-9.047	400	-14.807	1.562	-16.368	15.207	15.997	-791	-9.447	-9.826	4.954	-14.780	379	4.005	-3.626
I.14	-9.785	-44	-14.734	1.871	-16.605	15.204	15.517	-823	-9.745	-10.290	5.038	-15.328	545	4.260	-3.716
II.14	-9.737	-944	-16.888	1.890	-18.777	15.944	16.766	-822	-8.794	-9.795	5.286	-15.082	1.001	4.611	-3.610
III.14	-10.913	-527	-15.910	1.962	-17.872	15.384	16.242	-858	-10.387	-11.437	5.374	-16.811	1.051	4.828	-3.777
2014	-9.321	-48	-14.632	2.964	-17.596	14.585	15.442	-857	-9.273	-9.666	5.451	-15.117	393	4.243	-3.850
I.15	-10.086	-274	-15.721	2.927	-18.649	15.448	16.297	-849	-9.812	-10.720	5.848	-16.567	907	4.441	-3.533
II.15	-10.498	-123	-15.579	2.840	-18.418	15.455	16.320	-864	-10.375	-11.468	5.747	-17.215	1.093	4.557	-3.464
III.15	-9.913	357	-14.545	1.934	-16.479	14.901	15.795	-894	-10.270	-11.098	5.879	-16.978	829	4.497	-3.668
2015	-9.245	1.480	-14.332	1.352	-15.684	15.812	16.713	-902	-10.725	-10.967	5.904	-16.871	242	4.709	-4.467

Fuente: (Banco Central del Uruguay, 2016, pág. 4).

NOTAS

Nota 1

A partir de la publicación de diciembre 2015, en línea con las mejores prácticas internacionales, se amplía la cobertura institucional de la Deuda Externa Privada del Uruguay desde marzo 2012. Se incorporan los activos y pasivos externos de deuda del sector privado no bancario, en consistencia con la nueva publicación trimestral de la Posición de Inversión Internacional.

Nota 2

Continuando con las mejoras en las estadísticas de acuerdo a las buenas prácticas internacionales, en la publicación realizada en Junio del 2013, donde se publican los datos del 4to trimestre del 2012 se incorpora en toda la serie histórica de la deuda externa, los depósitos de no residentes y los activos externos en la Banca Pública y la Banca Privada. Por lo tanto aumenta el stock de deuda externa bruta y el stock de activos externos de estos sectores. Ambas cifras se encontraban en el cuadro 6 de la hoja : DE total 2, en las publicaciones anteriores.

Nota 3

A partir del 1er trimestre 2010 se excluyen de los activos externos con el sector privado acciones en empresas no residentes.

Metodología

Las cifras presentadas en este informe en lo que corresponde a Sector Público no financiero y BCU son consistentes con la metodología de Endeudamiento Público (Versión preliminar Nov. 2001). No obstante, la Deuda Externa del Uruguay tiene una cobertura mayor, ya que incluye además del Sector Público no financiero y el BCU, a la Banca Pública y al Sector Privado.

Los pasivos externos (Deuda Bruta) se presentan bajo distintas desagregaciones a partir del cuadro 1 al 3 inclusive.

Los activos externos se presentan en el cuadro 4

La Deuda Externa Neta del Uruguay se presenta en el cuadro 5 desagregada por sector institucional y plazo contractual

Fuente: (Banco Central del Uruguay, 2016, pág. 5).

I.IV. Tipo de Cambio

Según (Alegre, 2008, pág. 147), durante la década de los noventa, década que antecedió a la dolarización (situada por L&L alrededor del año 2003, como se expuso anteriormente), el tipo de cambio se mantuvo rígido, existía un déficit fiscal oscilante (altamente sensible a los ciclos electorales) aumentándolo en contextos de

desaceleración económica, un mercado financiero desregulado y altamente vulnerable a los choques financieros internacionales. Durante los años noventa, los gobiernos fijaron un tipo de cambio de “flotación sucia”² en donde el Banco Central del Uruguay fijó una franja de movilidad de la moneda nacional frente al dólar. La autoridad monetaria intervenía saliendo a comprar o vender dólares si su cotización pasaba o se ubicaba por debajo de la franja establecida.

Además, señala Alegre que “(...) el alivio del endeudamiento externo y el acceso a crédito a bajas tasas de interés en el marco de un tipo de cambio sobrevaluado, generaron incentivos para la expansión del ingreso de bienes de consumo final, que generaron booms de importación desacompañados por un incremento de la productividad de la economía. Esta mixtura generó serias dificultades una vez que las condiciones cambiaron. Las devaluaciones regionales debilitaron la competitividad de nuestro país.” (Alegre, 2008, pág. 148).

(Alegre, 2008, pág. 149), señala que en este período se configuró un escenario en el que, debido a la contracción de la demanda internacional provocó pérdida de mercados internacionales para el sector exportador del Uruguay y una disminución de los precios de las *commodities* de exportación, la región dejara de ser rentable y tuvo lugar un éxodo³ de capitales. Paralelamente a lo anterior, las tasas de interés aumentaron, encareciendo el acceso al crédito. Como resultado, el tipo de cambio sobrevaluado sostenido, licuó la competitividad del país; la continua expansión del consumo fue financiada no ya con ingreso de divisas sino sobre la base de un endeudamiento persistente a tasas de interés crecientemente altas. Finalmente, la salida de capitales en un mercado desregulado y sin control sobre los flujos de capital terminó de comprometer la capacidad fiscal del estado a comienzos del 2001. Para fines de ese año, el gobierno debió devaluar su moneda.

² Aquel régimen cambiario en que el tipo de cambio fluctúa según los vaivenes de la oferta y la demanda, pero que el gobierno interviene a través de la autoridad monetaria (banco central) cuando la cotización del par de monedas “se salga” de cierto rango.

³ Salida masiva.

Al año siguiente la salida de capitales puso en jaque al sistema financiero. Las reservas internacionales del Banco Central se esfumaron, obligando al país a endeudarse para poder respaldar los depósitos bancarios. Para fines de junio del 2002, las reservas internacionales alcanzaban apenas los mil millones de dólares, siendo conformadas en gran parte por fondos inyectados por el FMI vía en miento (Banco Central, 2002). A su vez, esta situación puso al país al borde del default, obligando a profundizar el programa de ajuste fiscal.

II. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DOLARIZACIÓN EN EL URUGUAY

En la actualidad, como se reporta en (El País, 2021), el Uruguay busca revertir la dolarización existente en sus canales de circulación monetaria y esta propuesta está siendo impulsada por Diego Labat, presidente del Banco Central de la República Oriental del Uruguay, como puede verificarse en (Labat & Licandro, 2021). Por supuesto, esta voz no es la única que impulsa esta propuesta y como se verá más adelante, existen diversas voces alineadas académicas y políticas en la misma dirección.

Labat y Licandro (L&L) argumentan que tener una moneda de calidad promueve el crecimiento, promueve la estabilidad financiera, hace que los ciclos sean menos pronunciados y puede amortiguar los efectos negativos de la inflación sobre la desigualdad de ingresos. Esto lo argumentan desde la lógica de los marcos teóricos neoclásicos con los que fueron formados en la educación superior y para ello citan amplia variedad de literatura perteneciente a esa tradición, específicamente a (Barro, 1995), Sarel (1995) para fundamentar que la inflación elevada perjudica el crecimiento, mientras que a (Khan & Senhadji, 2001) y (Ibarra & Trupkin, 2016) para fundamentar que la inflación comienza a ser perjudicial en países como Uruguay una vez que alcanza el umbral del 8%. Así, argumentan que la alta inflación perjudica el crecimiento económico y el desarrollo del sector financiero.

Así, señala que “El canal más probable a través del cual la inflación daña el crecimiento es a través de la desaparición de los mercados financieros en moneda

doméstica que surge con la inflación. Rousseau y Wachtel (2002) han demostrado que la profundidad financiera de los mercados financieros aumenta el crecimiento, pero si la inflación es alta, ese vínculo se pierde. La razón por la que el sistema financiero no contribuye al crecimiento radica en la indexación. A medida que aumenta la inflación, el desarrollo de los mercados financieros solo puede provenir del desarrollo de instrumentos financieros indexados como el dólar. Uruguay es solo un ejemplo de esta hipótesis, como lo demuestra nuestra historia.” (Labat & Licandro, 2021, págs. 3-4). Como puede verificarse, L&L están abordando el caso de un sistema económico cuya dolarización sea del tipo real, analizada en la sección II.VI. II. de la primera parte de esta investigación.

Los problemas de alta inflación en combinación con eventos macroeconómicos provenientes del exterior, en un escenario de desaparición progresiva de la moneda nacional aumenta de forma no-trivial los riesgos de una falla estructural del sistema financiero. Este tipo de eventos macroeconómicos son de usual ocurrencia en economías pequeñas con alta apertura comercial, como por ejemplo lo es el caso de la República Oriental del Uruguay. Esa configuración del sistema económico es la que volvió a la dolarización un problema de interés crucial para las autoridades monetarias del Uruguay y para sus autoridades burocráticas en general.

Así, señalan L&L que cada vez que un evento negativo golpea la economía, el valor real del dólar aumenta al tiempo que cae la actividad económica, el empleo y el ingreso real de los hogares. Si los mercados de pesos uruguayos están operativos, las empresas y los hogares en dos pueden cubrir ese riesgo con deuda en pesos. Si por el contrario prevalece la dolarización, las empresas y los hogares en dos ven que el costo del servicio de la aumenta al mismo tiempo que sus ingresos disminuyen, lo que aumenta el riesgo crediticio para el sector financiero en concepto de impago y al ser tanto este incremento en la tasa de interés como esta reducción en los ingresos de carácter general en la sociedad (por tratarse de

eventos macroeconómicos provenientes del exterior que afectan a todo el sistema económico de distintas maneras), es evidente que se están estableciendo todas las bases para que, al menos a largo plazo si todo se mantiene constante, se suscite un impago generalizado de los clientes que componen la cartera bancaria de morosidad, mencionando únicamente el más grave de los posibles riesgos materializables. Como señalan los autores, el resultado de estas prácticas es bien conocido en la historia uruguaya: si ocurre este tipo de evento externo negativo, la salud del sector financiero puede ser cuestionada, y el país podría enfrentar un evento de inestabilidad financiera al entrar en un círculo vicioso entre la sostenibilidad de las finanzas públicas y las del sector financiero.

Según (Labat & Licandro, 2021, pág. 4), para hacer frente a la falta de financiamiento en pesos uruguayos, las empresas reaccionan con los instrumentos a su disposición, generando ineficiencias en el proceso de producción, el proceso de comercialización y sus hojas de balance. Licandro et al. (2014) muestran que las empresas reducen el apalancamiento, aumentan la rotación de inventarios, la acumulación de insumos y aumentan su liquidez como sustitutos del uso de derivados cambiarios. Mello (2017) y Licandro y Mello (2017) muestran que la acumulación de liquidez y la facturación interna en dólares de ventas son estrategias que utilizan las empresas uruguayas para cubrir el riesgo cambiario, resultado que se confirma en Barón et al. (2017). Mello (2017) también muestra que las empresas buscan liquidez para reaccionar rápidamente ante cambios en el valor del dólar.

La dolarización de los precios hace que los ciclos reales sean más profundos, ya que las rigideces de los precios del dólar suponen una carga más pesada para el ajuste de cantidades que las rigideces de precios en moneda nacional. Cuando los precios son rígidos, un evento de demanda negativo genera más efectos sobre las cantidades que cuando los precios son flexibles. Las rigideces de los precios del dólar son peores. Cuando ocurre un evento negativo, el valor del dólar aumenta

(como es el caso de Uruguay) y el precio real (el precio en pesos) del bien aumenta en lugar de mantenerse constante (como ocurriría en el caso de una rigidez en pesos) generando una caída más pronunciada en las cantidades producidas. Un claro ejemplo de esto ocurre en el sector vivienda en Uruguay, que reacciona negativamente a eventos que aumentan el valor real del dólar, a diferencia de países como Colombia y Chile que no tienen el precio de los inmuebles en dólares.

Señalan L&L que cabe señalar un último punto sobre los efectos distributivos de la política monetaria. En los países en los que se desarrolla el mercado hipotecario en moneda nacional, el aumento de la inflación reduce el valor real de la deuda hipotecaria. Si los hogares pobres son dueños de sus casas, a medida que la política monetaria se vuelve expansiva, aumenta la inflación y erosiona los salarios reales, el costo real de la deuda cae (según los neoclásicos, más que los salarios reales - caso contrario la política monetaria expansiva no tendría mayor sentido-). En el caso de Estados Unidos, ese factor hace que la desigualdad de ingresos caiga con la inflación. En Uruguay, al no existir este tipo de deuda, la desigualdad de ingresos aumenta con la inflación (Coleman et al. 2010). La pobreza y la desigualdad también aumentan con la inflación en Uruguay. Lluberas y Odriozola (2014) muestran que la inflación y la dolarización también pueden tener un efecto negativo en la distribución de la riqueza. Dado que la falta de mercados de moneda nacional (para este caso pesos uruguayos) bien desarrollados y la dolarización perjudican el crecimiento, aumentan los costos del ajuste cíclico y afectan la distribución del ingreso, vemos el desarrollo de una moneda de calidad como el principal aporte que el Banco Central puede hacer a la sociedad uruguaya.

Como señalan L&L, para comprender qué debe corregirse, se debe realizar un análisis histórico general del estado de la política monetaria en el Uruguay partiendo de un determinado momento histórico. A diferencia de países en el que se facilita al congreso o asamblea alguna ley específica que sirva de vehículo formal para dolarizar una economía, pudiendo con ello fijar ese momento histórico

en términos de la fecha en que la ley monetaria en cuestión entró en vigencia, en Uruguay la dolarización no ocurrió formalmente, por lo que el momento histórico debe fijarse de forma empírica. Así, retomando a (Licandro & Mello, 2016, pág. 368), esto se suele fijar para el caso del Uruguay a partir del decenio de 1950.

La dolarización generó fragilidades financieras en el sistema económico uruguayo, las cuales quedaron evidenciadas por la crisis económica que sacudió al Uruguay en 2002. Luego de esta crisis, el Uruguay comenzó a desarrollar una estrategia para abordar la fragilidad financiera derivada de los descalces cambiarios (Licandro y Licandro 2001, 2003 y 2010). La estrategia tenía dos pilares: el primer pilar era el reconocimiento regulatorio de fallas de mercado que conducen a la dolarización, y el segundo pilar fue la recreación de los mercados de pesos para generar una alternativa viable al financiamiento en dólares.

La agenda regulatoria avanzó en varias direcciones. Para reconocer que el Banco Central no puede ofrecer servicios ilimitados de prestamista de última instancia en moneda extranjera, se creó un esquema de seguro de depósitos, con mayor cobertura en pesos que en dólares. Se reformó la regulación de liquidez, eliminando los subsidios previos a la actividad del dólar en el sector bancario y se redujeron los requisitos de encaje en pesos. Para mitigar el riesgo de tipo de cambio en el riesgo de crédito, se modificó la regulación del riesgo de crédito exigiendo como condición para acceder a las mejores calificaciones crediticias la resistencia de la hoja de balance a escenarios severos de riesgo de tipo de cambio. Se modificó la regulación del capital bancario para incorporar el riesgo de tipo de cambio. Además, se redujeron los límites de exposición al dólar para los fondos de pensiones y las compañías de seguros. En el segundo pilar hubo cambios significativos en varias vías. La flotación de la moneda eliminó el seguro de tipo de cambio implícito; la gestión de la pública comenzó a incrementar el peso de la en pesos, ayudando a desarrollar una curva de rendimiento en pesos para el mercado uruguayo; se crearon dos instrumentos de indexación para competir con el dólar: la unidad

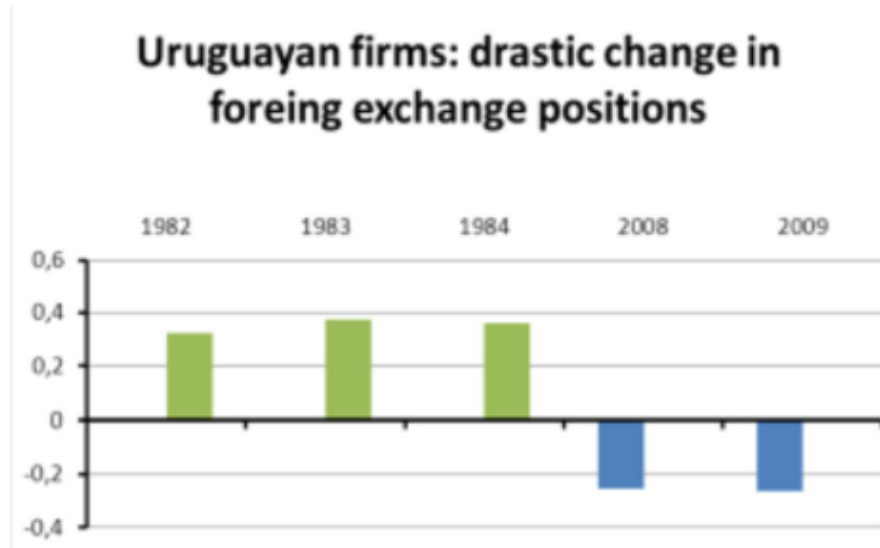
indexada (UI) y la unidad provisional (UP) indexada a la inflación y los salarios respectivamente; el Banco Central ayudó a desarrollar un mercado de futuros de tipo de cambio y la actividad de los bancos públicos se orientó hacia la actividad del peso. Estos son los principales ejemplos de una profunda reforma tanto de la política monetaria como de la regulación financiera que tuvo como objetivo reducir las vulnerabilidades financieras derivadas de la dolarización. La regulación y supervisión del sector financiero mejoraron notablemente también en otros asuntos además de los ejemplos citados anteriormente. Los cambios en los estatutos aprobados en el período permitieron una gran mejora en la dinámica de la regulación, que se mide constantemente con las mejores prácticas, señalan L&L en el lugar citado.

Señalan L&L que un tema muy controvertido en Uruguay ha sido la potencia de la política monetaria. En diversas instancias, organismos internacionales o analistas domésticos han cuestionado la capacidad de la política monetaria para manejar la inflación debido a las notorias debilidades en la transmisión monetaria generadas por la dolarización y ello a pesar que la dolarización en el Uruguay es extraoficial y no llega ni siquiera a régimen de caja de conversión.

Señalan (Labat & Licandro, 2021, pág. 14), como aspecto positivo, la amplia agenda de reforma de la política monetaria y regulatoria condujo a una gran corrección de los descalces cambiarios y una reducción de la fragilidad financiera. Como muestran los gráficos 2 y 3, los descalces cambiarios se corrigieron ampliamente en el balance de las empresas y la dolarización de la deuda pública se redujo sustancialmente, lo que redujo el descalce de las cuentas del sector público. Al mismo tiempo, las operaciones en pesos aumentaron su participación en el total de transacciones, la dolarización cayó en los balances del sector bancario (tanto en el activo como en el pasivo) y se evidencia una reducción de la dolarización de precios en algunos sectores. Como aspecto negativo, Uruguay tiene un claro déficit en el desarrollo del mercado de pesos, financiamiento de largo plazo y de riesgo. Uruguay logró

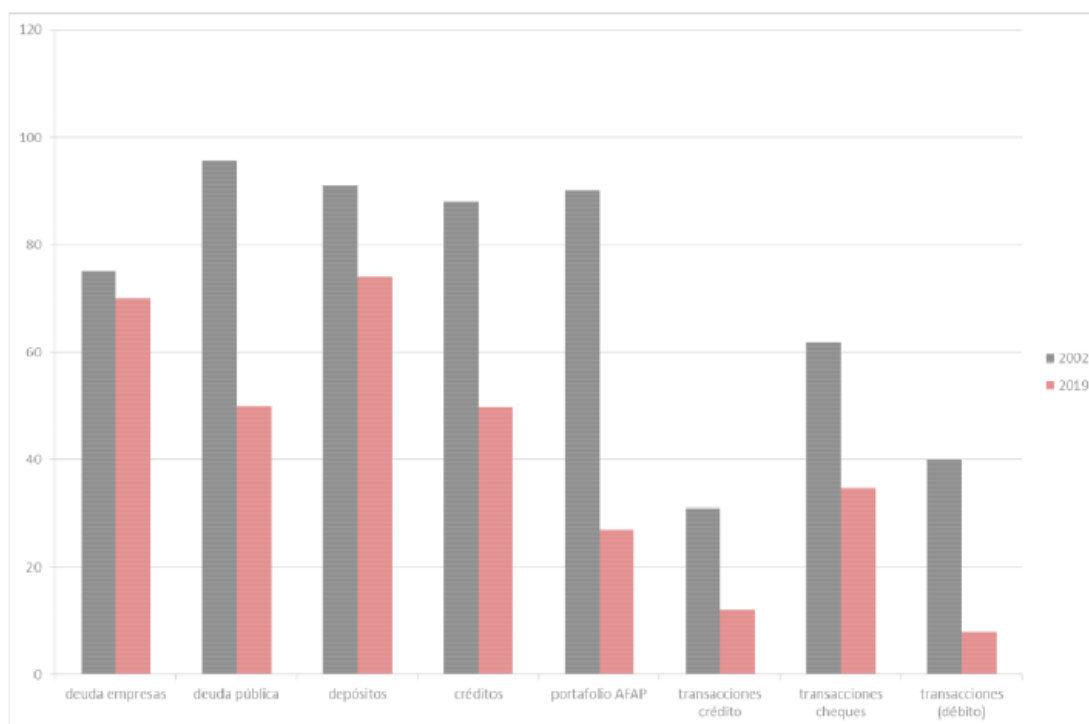
eliminar la fragilidad, pero a costa de lograr un sistema financiero muy pequeño e indexado.

Gráfico 2. Posición cambiaria de corto plazo de las empresas uruguayas en fechas seleccionadas.



Fuente: (Labat & Licandro, 2021, pág. 15).

Grafico 3. Dolarización en Uruguay, indicadores seleccionados.



Fuente: Cálculos propios con base en datos del Banco Central del Uruguay.

Fuente: (Labat & Licandro, 2021, pág. 15).

Sobre ello concluyen L&L en la página 15 que “En general, la evidencia sugiere que existe un círculo vicioso entre un deficiente control de la inflación y la falta de desarrollo de los mercados de pesos, que -como hemos argumentado- imponen ineficiencias claramente identificables a las empresas en su producción y manejo de sus balances.”

III. PROPUESTA DE DESDOLARIZACIÓN EN EL URUGUAY

III. I. Generalidades

Lo primero que el hacedor de política pública debe preguntarse es qué requisitos debe cumplir la economía uruguaya para que un proceso de desdolarización o de reversión del reemplazamiento monetario sea exitoso a nivel del mercado de pesos uruguayo. Estos requerimientos se cristalizan, en opinión de L&L para la economía uruguaya, en un nuevo marco de política monetaria, como señalan (Labat & Licandro, 2021, págs. 16-18). Los componentes del nuevo marco de política monetaria se exponen a continuación.

III. II. Credibilidad en la política monetaria como mecanismo para alinear el comportamiento de los agentes económicos

Señalan (Labat & Licandro, 2021, pág. 16) que “El primer y más importante problema a corregir es la falta de credibilidad de la política monetaria. Para ello, conviene reformar las instituciones de política monetaria, por ejemplo, desvinculando el nombramiento de directorios del ciclo político o exigir mayor rendición de cuentas. Si bien sería deseable un cambio legal, y siempre que se garantice la coherencia entre la política fiscal y la política monetaria, existe un amplio margen para reformar la práctica de las instituciones monetarias existentes.”

La credibilidad contribuye a que los agentes económicos alineen sus expectativas y, por consiguiente, también sus acciones, a la política monetaria realizada por el banco central. Por supuesto, como se verá más adelante, un prerrequisito para que exista credibilidad es que los agentes económicos tengan claridad sobre los objetivos del banco central y para ello es necesario proporcionar la suficiente información. La transparencia ayuda entonces a los agentes a comprender cómo ve el Banco Central la economía y los efectos de la política monetaria, ayudando a orientar las expectativas económicas si se cumple el requisito más importante: que los agentes económicos (los que tienen el suficiente peso en el sistema económico

como para contrarrestar de forma relevante las políticas monetarias del banco central) encuentren de alguna forma lo suficientemente beneficiosa dichas políticas para alinearse en una determinada magnitud a dichas políticas. Ello es así mientras no exista un marco jurídico e institucional que permita obligar jurídicamente a estos agentes a determinado nivel de alienación con las políticas en cuestión.

III. III. Mayor independencia y rendición de cuentas del Banco Central

Señalan (Labat & Licandro, 2021, pág. 16) que “(...) es importante mejorar la independencia (...) del Banco Central en la práctica. Para hacerlo, la relación entre el Banco Central y el Ministerio de Finanzas debe mejorar. Un primer paso logrado durante 2020 fue separar las reuniones del CCM (Comité de Coordinación Macroeconómica) y el COPOM (Comité de Política Monetaria), reduciendo la frecuencia de las reuniones del CCM y aumentando la frecuencia de los COPOM. El Banco Central y el Ministerio de Finanzas deben reunirse para coordinar varios aspectos de sus mandatos, como la estabilidad financiera, la política de y para compartir información macroeconómica, pero eso no necesita una reunión formal del CCM, que debe concentrarse en discutir la meta de largo plazo para la política monetaria y confiar la gestión de la política monetaria al Banco Central. Para mejorar la rendición de cuentas del Banco Central, los informes existentes del Banco Central al Ejecutivo y al público deben dejar en claro cómo la política ayudaría a lograr los objetivos y por qué no pudo hacerlo en el pasado.”

III. IV. Mejoramiento en la transparencia y mayor rendición de cuentas del Banco Central

Señalan (Labat & Licandro, 2021, págs. 16-18) que, para mejorar la rendición de cuentas del Banco Central, los informes existentes del Banco Central al Ejecutivo y al público deben dejar en claro cómo la política ayudaría a lograr los objetivos y por qué no pudo hacerlo en el pasado.

Además, señalan que debe mejorarse el historial del Banco Central del Uruguay en materia de transparencia del Banco Central. La transparencia ayuda a los agentes a

comprender cómo ve el Banco Central la economía y los efectos de la política monetaria, ayudando a orientar las expectativas económicas. Ya hemos comenzado a trabajar en esta dirección, publicando las actas de política monetaria con declaraciones prospectivas, cambiando el informe de política monetaria y mejorando la comunicación con pronosticadores profesionales y la prensa, entre otros cambios, pero queda mucho por hacer. La transparencia tiene muchos componentes en el marco de la política monetaria, no solo implica un objetivo claro y un sistema de evaluación, sino que también se debe divulgar información acerca del desempeño y las medidas a tomar en caso de fallas. Se debe divulgar información relevante para ayudar a anclar las expectativas de inflación, como es el caso de la inflación subyacente y las previsiones del Banco Central. Se han realizado varias mejoras en la comunicación de políticas: hay un comunicado de prensa para cada fecha fijada de anuncios, la comunicación se realiza mediante una declaración de una página, seguida tres días después con una publicación de las Minutas del Comité de Política Monetaria. Trimestralmente se emite un boletín de política monetaria con explicaciones y análisis más amplios, incluyendo proyecciones de crecimiento e inflación, que se acompaña de rueda de prensa y reuniones durante el año. Además de la reforma institucional, la política monetaria ha comenzado a cambiar reduciendo la meta de inflación en el largo plazo y utilizando la tasa de interés como instrumento. La meta de inflación a largo plazo debería seguir cayendo hasta niveles cercanos al 3%. Una meta en esos valores seguiría siendo elevada en comparación con las economías desarrolladas, pero, a pesar de que genera incentivos a las operaciones de arbitraje de monedas (*carry trade*), Uruguay necesita ese mayor espacio nominal para ajustar los grandes eventos que afectan la economía.

La implementación de políticas y las operaciones del mercado deben estar en consonancia con los aspectos anteriores. En el caso de Uruguay, el nuevo marco monetario establece una tasa meta para el IPC total dentro de un rango; de acuerdo a esto, la implementación de la política tiene como tasa de política clave, la tasa de

interés a un día en el mercado monetario con facilidades permanentes y remuneración del exceso de reservas en línea con la tasa de interés. Suavizar la volatilidad en los mercados financieros de corto plazo (incluido el mercado de tipos de cambio), como es práctica común en todos los bancos centrales, también es muy importante en la conducción de la política monetaria, y se llevará a cabo siempre que no se oponga con los principales objetivos de la política monetaria, ni dañe la comunicación de la política monetaria.

III. V. Redefinición de objetivos del Banco Central

Señalan (Labat & Licandro, 2021, pág. 16) que “En primer lugar, el equilibrio de objetivos debe interpretarse a la luz de la discusión que hemos realizado al comienzo de este ensayo. Dado que la inflación que contribuye al crecimiento y al empleo es baja y estable, el Banco Central en tiempos normales debe asegurar un nivel de inflación consistente con el desarrollo de los mercados de pesos en el largo plazo. Por supuesto, habrá momentos como el presente en los que emergencias claras requerirán que el Banco Central tome medidas audaces para apoyar la economía, pero en tiempos normales solo debería permitírsele hacerlo en la medida en que las expectativas de inflación estén ancladas en la meta de largo plazo.”

III. VI. La propuesta de desdolarización

Señalan (Labat & Licandro, 2021, págs. 18-19) que a medida la inflación converge hacia su meta más baja de largo plazo, es posible desarrollar un conjunto de medidas tanto a nivel micro como macro que ayudarían a reducir la dolarización y mejorar los mercados de pesos en un programa de desdolarización. La iniciativa de desdolarización tiene cuatro vías principales:

1. Reformas micro en el sistema financiero
2. Cambios en la política de en miento
3. El manejo de la dolarización de precios, en particular el precio de los bienes duraderos.

4. El estudio y manejo de las causas de la dolarización a un nivel más granular. El sistema financiero, como se expuesto anteriormente, ya pasó por una profunda reforma en los últimos años. A pesar de ese cambio, señalan L&L que los depósitos en moneda nacional siguen siendo pequeños, los diferenciales del peso siguen siendo grandes y el acceso a los productos en pesos sigue siendo un tema pendiente. Parte del problema radica en la dolarización de los precios que hace que la gente ahorre en dólares para comprar bienes duraderos. Otra parte del problema radica en los costos de la intermediación financiera y la microestructura del sector financiero. A pesar de eso, hay otros motivos a un nivel más granular que necesitan más estudio, señalan los autores.

Continúan señalando L&L que la política de en miento, como los cambios en la regulación del sistema financiero, ha sido una de las principales causas de los logros actuales en el desarrollo del mercado de pesos y la desdolarización, pero aún tiene una agenda pendiente. El desarrollo de instrumentos de deuda en Unidades Indexadas⁴ (UI) y Unidades Provisionales⁵ (UP) y el reciente impulso hacia la nominalización son solo algunas de las principales iniciativas lideradas por la Unidad de Deuda en la búsqueda de la desdolarización. En este frente, el Banco Central del Uruguay y la Unidad de Deuda están trabajando en una nueva forma de coordinar la emisión de deuda para mejorar la profundidad de los mercados de pesos. Aumentar el acceso de los no residentes a los instrumentos en pesos a través de Euroclear, limitando la participación del BCU a vencimientos más cortos, son dos elementos que se están desarrollando y que ayudarán en esta agenda.

⁴ Según el (Instituto Nacional de Estadística del Uruguay, 2021), es una unidad de valor que se va reajustando de acuerdo a la inflación medida por el Índice de Precios del Consumo. Esta unidad varía diariamente de modo que al cierre de mes acumula una variación con respecto al valor de la UI del mes anterior.

⁵ Según el (Instituto Nacional de Estadística, 2021), es una unidad de valor que varía diariamente, de modo que al cierre del mes acumula la variación mensual del Índice Medio de Salarios Nominal último publicado.

La desdolarización de precios es un elemento nuevo en la agenda de desdolarización que apunta al papel del peso como numerario de la economía. Como muestra la evidencia, la dolarización de precios retrocede a medida que disminuye la inflación. La evidencia, como en el caso de Perú, muestra adicionalmente que reformar la regulación de defensa del consumidor también puede ser una forma de reducir la dolarización de precios. Sin embargo, dado que el progreso en esta área ha sido lento, existe la necesidad de entender por qué y convencer a los agentes de la necesidad de volver a fijar los precios en pesos. Como el numerario es un equilibrio de coordinación, para volver a la fijación de precios en pesos es necesario convencer y coordinar. Convencer a los agentes de las externalidades que plantea la dolarización sobre el crecimiento, el ciclo económico, la estabilidad financiera y los problemas distributivos. Coordinar con las partes interesadas para comprender qué necesitamos reformar para cambiar el comportamiento existente.

Así, exponen (Labat & Licandro, 2021, pág. 19) que “Una de las principales líneas de acción de esta iniciativa de desdolarización es liderar un diálogo con las partes interesadas del sistema financiero, instituciones públicas, empresas, etc. Este proceso nos permitirá comprender en profundidad la mecánica de la dolarización y nos ayudará a convencer y coordinar el retorno del peso como numerario dominante de la economía. Esperamos que este proceso aclare qué regulaciones, prácticas y leyes deben cambiar y luego utilice todo el poder de la comunicación pública para ayudar a acelerar la desdolarización.” Esto último con la finalidad de alinear el comportamiento de los agentes económicos a la política monetaria del banco central, siempre que se cumplan las condiciones anteriormente expuestas.

Finalmente, señalan L&L que en definitiva es necesario reafirmar la idea de que la falta de mercados en pesos adecuados causados por la inflación crónica e institucionalizados en las prácticas económicas del gobierno, la cultura, las empresas y el sistema financiero generan grandes externalidades que necesitan

acciones de política para ser corregidas, lo que evidentemente hace alusión a la dolarización cultural antes expuesta de forma teórica.

IV. REFERENCIAS

- Aboal, D., Lanzilotta, B., & Perera, M. (2006). ¿Flotación de jure y de facto?: La Política Monetaria-Cambiaria en el Período Pos Crisis en Uruguay. *Centro de Investigaciones Económicas (CINVE-Uruguay)*, 1-40. Obtenido de <https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Jornadas%20de%20Economia/ies03j3070806.pdf>
- Alegre, P. (Diciembre de 2008). Democracia y Reformas: Un Caso de Gradualismo Perverso. *Revista Uruguaya de Ciencia Política*, XVII(1), 137-158. Obtenido de <http://www.scielo.edu.uy/pdf/rucp/v17n1/v17n1a06.pdf>
- Banco Central del Uruguay. (2 de Enero de 2016). *Deuda Externa del Uruguay*. Obtenido de Departamento de Análisis Financiero: https://web.archive.org/web/20160502222455if_/http://bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documents/Finanzas-Publicas/resdeu.pdf
- El País. (28 de Abril de 2021). *¿Qué piensa hacer el gobierno para desdolarizar la economía uruguaya? El documento oficial*. Obtenido de Negocios: <https://negocios.elpais.com.uy/noticias/piensa-gobierno-desdolarizar-economia-uruguaya-documento-oficial.html>
- Labat, D., & Licandro, G. (2021). *Hacia una moneda de calidad*. Montevideo: Banco Central de la República Oriental del Uruguay.
- Licandro, G., & Mello, M. (Noviembre de 2016). Dolarización cultural y financiera de los hogares uruguayos. *Centro de Estudios Monetarios Centroamericanos*, 365-404. Obtenido de Centro de Estudios Monetarios Centroamericanos: <https://www.cemla.org/PDF/ic/ic-2016/ic-2016-11.pdf>