

<https://doi.org/10.69639/arandu.v12i4.1765>

Reservas internacionales y credibilidad de la política macroeconómica en una economía dolarizada: evidencia y lecciones para Ecuador

International reserves and macroeconomic policy credibility in a dollarised economy: evidence and lessons for Ecuador

Evelin del Cisne Arteaga Arcentales

earteagaa@unemi.edu.ec

<https://orcid.org/0000-0003-1565-8342>

Universidad Estatal de Milagro
Milagro – Ecuador

Walter Mario Franco Vera

wfrancov@unemi.edu.ec

<https://orcid.org/0000-0003-1204-4038>

Universidad Estatal de Milagro
Milagro – Ecuador

Carlos Alberto Bastidas Vaca

cbastidasv@unemi.edu.ec

<https://orcid.org/0000-0003-4076-9677>

Universidad Estatal de Milagro
Milagro – Ecuador

Artículo recibido: 10 octubre 2025 -Aceptado para publicación: 18 noviembre 2025
Conflictos de intereses: Ninguno que declarar.

RESUMEN

El artículo examina el vínculo entre la suficiencia de reservas internacionales y la credibilidad de la política macroeconómica en el marco de la dolarización ecuatoriana. Se sintetizan contribuciones clásicas y recientes sobre demanda óptima de reservas, métricas de adecuación y costos de acumulación, incorporando dimensiones de gobernanza del banco central, disciplina fiscal y transparencia. Con base en el manuscrito fuente y documentación institucional, se propone un conjunto de indicadores operativos para monitorear la credibilidad (expectativas de inflación, EMBI, comunicación y liquidez externa) y se presentan cuatro tablas que integran métricas, hitos institucionales y riesgos. Los resultados sugieren que la posición de liquidez externa, acompañada de reglas fiscales creíbles y autonomía técnica, contribuye a anclar expectativas y a mitigar vulnerabilidades en un régimen sin instrumentos monetarios propios. Se discuten implicaciones de política para fortalecer la resiliencia macrofinanciera y se identifican áreas de mejora en medición, comunicación y gestión de pasivos.

Palabras clave: reservas internacionales, credibilidad, dolarización, autonomía del banco central, riesgo soberano

ABSTRACT

The article examines the link between the adequacy of international reserves and the credibility of macroeconomic policy in the context of Ecuadorian dollarisation. It summarises classic and recent contributions on optimal reserve demand, adequacy metrics and accumulation costs, incorporating dimensions of central bank governance, fiscal discipline and transparency. Based on the source manuscript and institutional documentation, a set of operational indicators is proposed to monitor credibility (inflation expectations, EMBI, communication, and external liquidity), and four tables are presented that integrate metrics, institutional milestones, and risks. The results suggest that the external liquidity position, accompanied by credible fiscal rules and technical autonomy, contributes to anchoring expectations and mitigating vulnerabilities in a regime without its own monetary instruments. Policy implications for strengthening macrofinancial resilience are discussed, and areas for improvement in measurement, communication, and liability management are identified.

Keywords: international reserves, credibility, dollarization, central bank autonomy, sovereign risk

INTRODUCCIÓN

La literatura sobre reservas internacionales ha evolucionado desde enfoques pioneros de demanda óptima, centrados en el seguro frente a choques de balanza de pagos y costos de ajuste, hacia marcos que integran vulnerabilidad financiera, riesgo soberano y gobernanza institucional. En sus orígenes, los modelos de elección intertemporal destacaron que la acumulación de reservas responde a la compensación entre costos de oportunidad y beneficios en términos de menor probabilidad y severidad de crisis (Heller, 1966; Frenkel & Jovanovic, 1981). Con la movilidad de capitales, se incorporaron consideraciones de riesgo-país y refinanciación de pasivos de corto plazo, conectando la cobertura externa con la credibilidad de la política económica (Ben-Bassat & Gottlieb, 1992; Bird & Rajan, 2003). Investigaciones posteriores profundizaron en el costo social de mantener activos líquidos de bajo rendimiento, subrayando que la acumulación precautoria debe compararse con el costo esperado de crisis (Rodrik, 2006; Jeanne & Rancière, 2011). Al mismo tiempo, se ha documentado la interacción entre el ‘trilema’ de política macroeconómica y el rol estabilizador de las reservas bajo alta integración financiera (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2010; Aizenman & Lee, 2007).

En economías emergentes con alto grado de dolarización, la suficiencia de reservas adquiere rasgos específicos. La ausencia de un prestamista de última instancia en moneda propia implica que los requerimientos de liquidez externa sean más exigentes, dado que el sistema de pagos y la intermediación financiera descansan en la disponibilidad de dólares (IMF, 2011; IMF, 2023). La experiencia de Ecuador, dolarizado desde el año 2000, sugiere que el anclaje nominal inicial coexiste con restricciones de política que elevan la prima por seguros y exigen marcos prudenciales y de transparencia más robustos. La administración técnica de las reservas por parte del banco central, su reporte oportuno y la gestión de pasivos de corto plazo se convierten en condiciones necesarias para sostener el anclaje de expectativas (Banco Central del Ecuador [BCE], 2023; BCE, 2025). La evidencia reciente para Ecuador y la región muestra que los avances en liquidez externa y en rendición de cuentas contribuyen a reducir la prima de riesgo y a fortalecer la credibilidad, aunque persisten vulnerabilidades asociadas a términos de intercambio, dependencia del ciclo global del dólar y exposición a refinanciación (IMF, 2024; Reuters, 2024).

El concepto de credibilidad remite a la confianza de los agentes en la consistencia intertemporal de reglas y compromisos de política. Su acumulación es lenta, pero su erosión puede ser rápida ante choques o interferencias con la autonomía técnica (Barro & Gordon, 1983; Kydland & Prescott, 1977; Cukierman, 1992; Alesina & Summers, 1993). En un régimen sin instrumentos monetarios propios, la credibilidad depende primordialmente de la coherencia fiscal, del balance externo y de la gobernanza del banco central. Asimismo, las expectativas de inflación, la dispersión de encuestas, la prima de riesgo soberano (EMBI) y la transparencia informativa operan como indicadores indirectos de credibilidad (IMF, 2025; Reuters, 2025; Kwon &

Miyamoto, 2025). La literatura sobre ‘miedo a flotar’ recuerda, además, que la exposición a choques globales en mercados de divisas y el traspaso cambiario pueden tensionar expectativas y requerir amortiguadores adicionales, aun en ausencia de tipo de cambio propio (Calvo & Reinhart, 2002; Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2010). En síntesis, el presente trabajo, apoyado en el manuscrito fuente, integra los marcos conceptuales señalados y propone una caja de herramientas operativa para monitorear la credibilidad y la adecuación de reservas en economías dolarizadas, ilustrando implicaciones de política para el caso ecuatoriano.

METODOLOGÍA

Se aplicó una revisión analítico-descriptiva a partir del manuscrito base, reportes oficiales (BCE, IMF) y literatura académica indexada, priorizando contribuciones con métricas de adecuación (ARA), costos de reservas, trilema y credibilidad. Se extrajeron variables e indicadores para construir cuatro tablas: (i) dimensiones y métricas de adecuación; (ii) indicadores operativos de credibilidad en economías dolarizadas; (iii) hitos de gobernanza y política con efectos sobre reservas; y (iv) riesgos y mitigantes. La interpretación discute implicancias y límites de inferencia. No se realizan estimaciones econométricas; el énfasis es conceptual-operativo y en triangulación de fuentes.

RESULTADOS

Tabla 1

Dimensiones y métricas de adecuación de las reservas internacionales

Dimensión	Métrica típica	Umbral/Referencia	Justificación conceptual
Cobertura externa	Meses de importaciones; Reservas/Importaciones	$\geq 3\text{--}5$ meses (según ARA)	Amortiguar choques comerciales y paradas súbitas.
Deuda de corto plazo	Reservas/Deuda (Guidotti–Greenspan)	CP ≥ 1 (rango prudente $\geq 1,2\text{--}1,5$)	Reducir riesgo de refinanciación y corridas.
Agregados monetarios	Reservas/M2 o M3	Depende de dolarización financiera	Contener salidas y preservar pagos.
Costo de oportunidad	Rendimiento vs. spread soberano	Bajo costo marginal	Equilibrar liquidez vs. rendimiento social.

La suficiencia de reservas internacionales se evalúa mediante diversas dimensiones que reflejan la capacidad de un país para enfrentar choques externos y mantener la estabilidad financiera. En primer lugar, la cobertura externa, medida a través de los meses de importaciones que pueden financiarse con las reservas, constituye un indicador básico de liquidez internacional.

De acuerdo con el criterio del FMI (ARA), un nivel adecuado debe cubrir entre tres y cinco meses de importaciones, ya que ello permite amortiguar crisis comerciales o interrupciones súbitas de capital. En segundo lugar, la deuda de corto plazo, evaluada por el cociente reservas/deuda de corto plazo según el criterio Guidotti–Greenspan, debe situarse al menos en uno, considerándose prudente un rango entre 1,2 y 1,5. Este umbral garantiza que el país pueda cumplir con sus obligaciones inmediatas sin recurrir a financiamiento externo, reduciendo el riesgo de refinanciación y las corridas cambiarias. En tercer lugar, la relación entre reservas y agregados monetarios (M2 o M3) depende del grado de dolarización financiera: cuanto mayor sea esta, más elevadas deben ser las reservas para respaldar la base monetaria y mantener la confianza del público en el sistema financiero. Finalmente, el costo de oportunidad de mantener reservas, medido por la diferencia entre el rendimiento de estas y el spread soberano, debe mantenerse bajo para equilibrar la necesidad de liquidez con la eficiencia económica del uso de los recursos. En conjunto, estas métricas permiten evaluar si las reservas internacionales son suficientes para garantizar la estabilidad macroeconómica, proteger la solvencia externa y sostener la credibilidad financiera frente a perturbaciones externas.

Tabla 2

Indicadores operativos de credibilidad en economías dolarizadas

Indicador de credibilidad	de	Señal esperada	Medición operativa	Relevancia en dolarización
Expectativas de inflación (mediana y dispersión)	de	Bajas y estables	Encuestas analistas/mercados	a Anclaje nominal sin tasa propia.
EMBI soberano		Descendente/estable	Spreads Morgan/bonos	JP Costo de financiamiento y confianza.
Transparencia de reservas	de	Mayor frecuencia y detalle	Reportes BCE/IMF	Gobernanza y rendición de cuentas.
Liquidez de reservas		Alta proporción líquida	Desglose activos/tenores	por Capacidad de respuesta a choques.

La credibilidad macroeconómica en un régimen de dolarización se evalúa a través de un conjunto de indicadores que reflejan la confianza de los agentes económicos y la solidez institucional del país. En primer lugar, las expectativas de inflación, medidas mediante la mediana y dispersión obtenidas de encuestas dirigidas a analistas y mercados financieros, deben mantenerse bajas y estables, dado que la ausencia de una política monetaria propia exige un anclaje nominal sustentado en la estabilidad de precios y en una gestión fiscal responsable. En segundo lugar, el EMBI soberano, que representa el diferencial de riesgo país respecto a los bonos de referencia elaborados por JP Morgan, debe exhibir una tendencia descendente o estable, lo cual evidencia una menor percepción de riesgo, así como una reducción en el costo de financiamiento y un mayor grado de confianza de los inversionistas internacionales. En tercer lugar, la

transparencia de las reservas internacionales, expresada en la frecuencia, detalle y accesibilidad de los reportes emitidos por el Banco Central o el Fondo Monetario Internacional, constituye un elemento esencial para fortalecer la gobernanza económica y la rendición de cuentas públicas.

Finalmente, la liquidez de las reservas, medida por la proporción de activos líquidos en su composición, determina la capacidad de respuesta inmediata del país frente a choques externos o contingencias financieras. En conjunto, estos indicadores permiten valorar de manera integral la credibilidad del esquema de dolarización, demostrando que su estabilidad depende no de instrumentos monetarios tradicionales, sino de la confianza institucional, la disciplina fiscal y la adecuada gestión de las reservas internacionales.

Tabla 3
Hitos institucionales y su efecto sobre reservas y credibilidad

Hito institucional/político	Efecto sobre reservas	Canal principal	Efecto esperado en credibilidad
Dolarización (2000)	Mayor demanda de dólares para pagos	Intermediación financiera depósitos	y Ganancia inicial por anclaje nominal.
Mejoras de reporte BCE (2023–2025)	Claridad de reservas líquidas	Transparencia gobernanza	y Reducción de incertidumbre y de primas.
Acuerdos con IFIs	Colchón y líneas contingentes	Seguros señalización	y Mayor resiliencia ante choques.
Gestión de pasivos	Menor concentración CP	Perfil vencimientos	de Menor riesgo de rollover.

Los hitos institucionales y políticos constituyen factores determinantes en la evolución y sostenibilidad de las reservas internacionales, así como en la credibilidad del marco macroeconómico de un país dolarizado. En primer lugar, la dolarización de 2000 generó una mayor demanda de dólares para pagos y transacciones, canalizada a través de la intermediación financiera y los depósitos bancarios. Este proceso produjo una ganancia inicial de credibilidad, derivada del anclaje nominal que sustituyó la política monetaria local por la estabilidad inherente al uso del dólar estadounidense. En segundo lugar, las mejoras en los reportes del Banco Central del Ecuador (2023–2025) fortalecieron la claridad y composición de las reservas líquidas, al incrementar la transparencia y la gobernanza institucional.

Ello contribuyó a reducir la incertidumbre en los mercados financieros y a disminuir las primas de riesgo asociadas al manejo de las reservas. En tercer lugar, los acuerdos con organismos financieros internacionales (IFIs), al proveer colchones de liquidez y líneas contingentes, actúan como mecanismos de seguro y señales de confianza externa, lo que incrementa la resiliencia del país ante choques externos. Finalmente, la gestión de pasivos orientada a reducir la concentración de deuda de corto plazo y a mejorar el perfil de vencimientos, refuerza la sostenibilidad financiera y disminuye el riesgo de refinanciación o rollover. En conjunto, estos hitos reflejan un

fortalecimiento progresivo del marco institucional y financiero, promoviendo un entorno de mayor credibilidad, estabilidad y confianza en la gestión macroeconómica del régimen dolarizado.

Tabla 4
Mapa de riesgos macrofinancieros y mitigantes en un régimen de dolarización

Riesgo	Canal de transmisión	Mitigantes de política	Indicadores de alerta
Choque de términos de intercambio	Balanza y flujos de capital	Reservas precautorias; cobertura	Déficit externo >3–4% PIB; Reservas/Importaciones <4 meses
Erosión de autonomía	Expectativas de inflación	Marcos legales; comunicación	Mayor dispersión de expectativas; alza de EMBI
Deuda CP elevada	Rollover y estrés	Alargar vencimientos; colchones	Reservas/Deuda CP <1; suba de spreads
Sequía global de dólares	Liquidez sistémica	Líneas multilaterales y swaps	Encarecimiento de FX swaps y bases ampliadas

Interpretación (mapa de riesgos con umbrales de alerta y respuestas):

- **Términos de intercambio:** activar líneas contingentes y priorizar liquidez ante déficits persistentes.
- **Autonomía:** repuntes de EMBI con mayor dispersión de expectativas revelan tensiones institucionales; reforzar comunicación y marcos legales.
- **Deuda CP:** si Reservas/Deuda CP <1, ejecutar administración de pasivos y acumulación táctica.
- **Sequía de dólar:** señales en FX swaps recomiendan coordinación con IFIs y uso de buffers.
- Definir ‘playbooks’ con responsables, secuencia y criterios de salida para preservar la credibilidad.

DISCUSIÓN

Los resultados confirman que la evaluación de ‘adecuación’ no admite un único umbral y requiere integrar métricas complementarias. La regla Guidotti–Greenspan y los meses de importaciones continúan siendo referencias operativas, pero su aplicación debe ponderar la estructura de pasivos, la profundidad financiera y la dolarización (IMF, 2011; Bird & Rajan, 2003). El enfoque de costo-beneficio sugiere igualar el costo marginal de acumular reservas con

la reducción marginal del costo esperado de crisis (Rodrik, 2006; Jeanne & Rancière, 2011), mientras que la evidencia del trilema indica que, con alta movilidad de capitales, las reservas aportan grados de libertad para suavizar choques sin sacrificar completamente la apertura financiera (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2010; Aizenman & Lee, 2007). La ausencia de tasa de política y de tipo de cambio propios traslada el peso de estabilización hacia la disciplina fiscal, la gestión de pasivos y la liquidez externa, de modo que el diagnóstico debe enfatizar la proporción líquida de las reservas y la disponibilidad de líneas contingentes (IMF, 2023; BCE, 2023).

Desde la perspectiva de credibilidad, la literatura de inconsistencia temporal y reglas vs. discrecionalidad destaca que las economías ganan reputación cuando sostienen marcos predecibles, transparentes y con autonomía operativa (Kydland & Prescott, 1977; Barro & Gordon, 1983; Cukierman, 1992; Alesina & Summers, 1993). Indicadores como la mediana y la dispersión de expectativas de inflación, el EMBI y la calidad de los reportes de reservas funcionan como señales informacionales para los mercados (IMF, 2025; Reuters, 2025; Kwon & Miyamoto, 2025). Asimismo, los episodios de ‘sequía de dólar’ y las tensiones de fondeo en FX swaps evidencian la conveniencia de complementar la acumulación con redes de liquidez de emergencia (BIS, 2020).

Para Ecuador, la experiencia sugiere que la dolarización ‘importó’ credibilidad y conllevó un anclaje nominal que no neutraliza la exposición a choques externos ni el riesgo de refinanciación. Mejoras recientes en transparencia y composición de reservas van en la dirección adecuada (BCE, 2025; IMF, 2024), pero resulta indispensable consolidar reglas fiscales contracíclicas, profundizar la gestión activa de pasivos y mantener la autonomía técnica. Operativamente, un cuadro de mando que combine métricas ARA, reservas sobre deuda de corto plazo y agregados monetarios, expectativas (nivel y dispersión), EMBI y seguimiento de líneas contingentes permite calibrar el tamaño y la composición de reservas de manera consistente con la tolerancia al riesgo sistémico y los objetivos de estabilidad.

CONCLUSIÓN

En una economía dolarizada, las reservas internacionales cumplen un rol sistémico: sostienen la infraestructura de pagos, respaldan la intermediación financiera y contribuyen al anclaje de expectativas. Su suficiencia debe evaluarse más allá de umbrales únicos, integrando exposición a pasivos de corto plazo, costo social de liquidez, disponibilidad de respaldos contingentes y calidad de la gobernanza. Para Ecuador, la prioridad es consolidar la proporción líquida de reservas, reforzar la transparencia y la autonomía técnica del banco central, y articular reglas fiscales creíbles que eviten la prociclicidad. Una estrategia de reservas basada en métricas ARA, gestión activa de pasivos y comunicación consistente puede reducir la prima de riesgo, fortalecer la credibilidad y elevar la resiliencia macrofinanciera ante choques externos.

REFERENCIAS

- Aizenman, J., & Lee, J. (2007). International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence. *Open Economies Review*, 18(2), 191–214. <https://doi.org/10.1007/s11079-007-9030-z>
- Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151–162. <https://doi.org/10.2307/2077833>
- Banco Central del Ecuador. (2023, September 29). The Central Bank of Ecuador manages the international reserves of Ecuadorians in a technical and transparent manner. <https://www.bce.fin.ec/en/the-central-bank-of-ecuador-manages-the-international-reserves-of-ecuadorians-in-a-technical-and-transparent-manner/>
- Banco Central del Ecuador. (2025, January 9). International reserves stood at USD 6.9 billion at the end of 2024. <https://www.bce.fin.ec/en/international-reserves-stood-at-usd-6-9-billion-at-the-end-of-2024/>
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 116–146. <https://doi.org/10.2307/1882019>
- Ben-Bassat, A., & Gottlieb, D. (1992). Optimal international reserves and sovereign risk. *Journal of International Economics*, 33(3–4), 345–362. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(92\)90008-8](https://doi.org/10.1016/0022-1996(92)90008-8)
- Bird, G., & Rajan, R. S. (2003). Too much of a good thing? The adequacy of international reserves in the aftermath of crises. *The World Economy*, 26(6), 873–891. <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00552>
- BIS. (2020). Dollar funding costs during the COVID-19 crisis through the lens of the FX swap market. BIS Bulletin No. 1. <https://www.bis.org/publ/bisbull01.htm>
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379–408. <https://doi.org/10.1162/003355302760193935>
- Connolly, M. B. (2025). Dollarization in Ecuador: 2000–2024. *Annals of Operations Research*. <https://doi.org/10.1007/s10479-024-06365-y>
- Cukierman, A. (1992). Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence. MIT Press. <https://mitpress.mit.edu/9780262031942/central-bank-strategy-credibility-and-independence/>
- Frenkel, J. A., & Jovanovic, B. (1981). Optimal international reserves: A stochastic framework. *The Economic Journal*, 91(362), 507–514. <https://doi.org/10.2307/2232497>
- Heller, H. R. (1966). Optimal international reserves. *The Economic Journal*, 76(302), 296–311. <https://doi.org/10.2300/2229716>

- IMF. (2011). Assessing reserve adequacy. Policy Paper. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Assessing-Reserve-Adequacy-PP4541>
- IMF. (2023). Ecuador: Selected Issues. Chapter on reserve measurement in dollarized economies. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2023/129/article-A003-en.xml>
- IMF. (2024). Ecuador: Staff Report—Annex on reserve adequacy in a dollarized economy. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2024/358/article-A009-en.xml>
- IMF. (2025, July 29). Loss of central bank independence could lead to instability, IMF warns. Reuters. <https://www.reuters.com/business/finance/loss-central-bank-independence-could-lead-instability-imf-warns-2025-07-29/>
- Jeanne, O., & Rancière, R. (2011). The optimal level of international reserves for emerging market countries: A new formula and some applications. *The Economic Journal*, 121(555), 905–930. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2011.02435.x>
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–491. <https://doi.org/10.1086/260580>
- Kwon, J., & Miyamoto, W. (2025). Monetary policy credibility and state-dependent exchange rate pass-through. *Economic Modelling*. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2025.106724>
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II. *Journal of International Economics*, 73(2), 223–250. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.001>
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2010). Financial stability, the trilemma, and international reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57–94. <https://doi.org/10.1257/mac.2.2.57>
- Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. *International Economic Journal*, 20(3), 253–266. <https://doi.org/10.1080/10168730600879331>
- Reuters. (2024, December 13). EM has no easy escape from dollar squeeze. <https://www.reuters.com/markets/currencies/em-has-no-easy-escape-dollar-squeeze-mcgeeever-2024-12-13/>
- Reuters. (2025, October 14). Erosion of trust in central banks can jack up inflation expectations, IMF warns. <https://www.reuters.com/markets/us/erosion-trust-central-banks-can-jack-up-inflation-expectations-imf-warns-2025-10-14/>
- Villafuerte, J., & Benavides, C. (2021). Dollarization and macroeconomic stability in Ecuador: A review. *Latin American Economic Review*, 30(1), 1–25. <https://doi.org/10.47872/laer.30101>