

## LA DOLARIZACIÓN, ¿COSTO O BENEFICIO?

---

**RAÚL MONCARZ\***

---

**S**i bien el proceso de dolarización no es nuevo en Latinoamérica; actualmente despierta un gran interés; debe entenderse que por sí mismo no va a producir ningún efecto positivo si antes no se solucionan los problemas de fondo que enfrentan los países inclinados a adoptarlo como una opción viable. La idea de contar con una moneda firme y la consecuente estabilidad en la economía local impulsan a los países interesados a considerar esta opción. Pese a que la constante devaluación, la inflación y la represión de los mercados latinoamericanos representan una penosa realidad para todos ellos, hay quienes opinan que la dolarización beneficiaría solamente a algunos. Cada país debe responsabilizarse por su propio futuro de una manera consciente y eficaz y tomar una decisión que resulte adecuada para solucionar sus problemas.

### DOLLARIZATION-COST OR BENEFIT? \*\*

Although dollarization is not new, it is a highly topical issue in Latin America. This process will not have a positive effect on its own unless the underlying problems in each of the countries considering this alternative are dealt with. The idea of a stable currency and the resulting stability of the respective economies is what led countries to consider this option. The constant devaluation, inflation and repression of Latin American markets in the past has been a distressing reality; however, some people believe that dollarization would only prove beneficial to some. Each country should be responsible for its own future in a responsible and effective manner and make the right decision as regards its problems.

---

\* Vice Provost y Profesor de Finanzas en la Universidad Internacional de la Florida (FIU). El autor agradece el apoyo de Mercedes Kuper para la elaboración de este artículo.

\*\* Traducción del español al inglés: Suzanne Stephens.

## LA DOLLARISATION: COÛT OU BÉNÉFICE ?\*

La "dollarisation" n'est pas quelque chose de nouveau mais c'est un thème d'actualité en Amérique latine. Ce processus n'aura aucun effet positif tant que les problèmes de fond de chacun des pays qui envisagent cette possibilité n'auront pas été résolus. L'idée d'une monnaie stable avec la stabilité des économies respectives qui en découle est ce qui pousse les pays intéressés à envisager cette possibilité. Les constantes dévaluations, inflations et répressions dont ont souffert les marchés latino-américains par le passé sont une triste réalité; toutefois, d'aucuns pensent que la "dollarisation" ne bénéficierait qu'à quelques-uns. Chaque pays devra être responsable de son propre avenir de façon consciente et efficace et prendre la bonne décision en ce qui concerne ses problèmes.

**S**e entiende como dolarización el proceso de abandonar la moneda doméstica o local en favor del dólar. Este fenómeno no es nuevo en Latinoamérica, pues en Panamá ha estado presente durante casi cien años; sin embargo el tema siempre vuelve a la actualidad cuando se producen grandes desequilibrios o cuando la situación financiera de un país es insostenible. En otros términos, la dolarización se adopta más frecuentemente en las economías que tienen mercados emergentes, o en aquellas donde el proceso y el temor a la inflación son tan grandes que se busca ese tipo de soluciones.

Cuando en los antiguos modelos económicos y de desarrollo se hablaba de volatilidad, se hacía referencia a una sociedad en ebullición y con transformaciones o con perspectivas de experimentarlas. Cuando hablamos de volatilidad en el nuevo mundo de las finanzas nos referimos a economías no estables, altos riesgos de inversión, liquidez incierta y, por supuesto, poca información sobre la economía general o específica de las empresas y el gobierno.

La dolarización, por lo tanto, es conveniente en este tipo de países, pues los inversionistas, que tienen aversión al riesgo —como es lógico—, pueden invertir sus ahorros en un marco más seguro. Otra variable muy importante, suponiendo racionalidad<sup>1</sup> en los nuevos modelos, son las expectativas. En aquellas sociedades donde éstas son claramente desfavorables se producen altos intereses en los mercados financieros, altas tasas de inflación y una rentabilidad más acrecentada de lo acostumbrado.

La crisis financiera en Rusia y en el Oriente también ha afectado a América Latina, especialmente a Brasil, Argentina y México. Esas repercusiones en los diferentes países son conocidas como *efecto contagio*. Este

\* Traducción del español al francés: Charles Allport.

1 Krugman, Paul, "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, agosto de 1979, II (3), pp. 311-325.

efecto influye negativamente sobre la tasa de interés, haciendo que ésta aumente y con ello se produzca la fuga de capitales y de personas. La atracción hacia una moneda estable y lo que eso conlleva aparecen entre las principales causas de que algunos países se interesen en la dolarización y la procuren. Estudios recientes demostraron que en el sector bancario ya se habían presentado dificultades con antelación a la crisis monetaria. Ésta, a su vez, empeoró la crisis bancaria creando problemas de falta de liquidez, devaluación y otros.<sup>2</sup>

En el pasado era ilegal que los ciudadanos de un país comercializaran con dólares o los poseyeran; hoy día eso parece normal. Antes de la globalización y la desregulación existían normas institucionales que impedían a los ciudadanos nacionales poseer monedas extranjeras; tales impedimentos por lo general provenían de los controles del gobierno sobre las divisas y los bancos. Este tipo de restricción fue, según muchos, dañino para la economía y el sector financiero, y la situación se fue deteriorando paulatinamente por numerosas razones. Además del debilitamiento natural de las leyes y regulaciones en favor de la liberalización, cabe destacar dos factores básicos que impulsan una rápida dolarización: primero, la liberalización de la tasa de cambio, y segundo, las dificultades para llevar a cabo las reformas pertinentes en el sector financiero de las respectivas economías.

Las dificultades institucionales relacionadas con la tasa de cambio extranjera de las economías emergentes pueden tener como efectos la repatriación de ganancias y la entrega de divisas por exportaciones, lo cual provoca situaciones muy difíciles para las empresas y los países involucrados. En América Latina estos controles de cambios y las consecuentes alternativas para evadirlos ocasionaron serios problemas a las economías y se reflejaron en grandes desequilibrios, en una elevada tasa de desempleo, y en altas tasas de inflación. No cabe duda de que hubo costos y beneficios en la industrialización, en el intento de mejorar la distribución del ingreso, en la educación, y en las diferentes reformas agrarias y urbanas, sin olvidar que en distintos periodos militares o revolucionarios se contó con poder suficiente para beneficiar al pueblo y aumentar las tasas de desarrollo. Durante toda esa etapa hubo muchas constantes, pero la falta de divisas y la mejor distribución de las mismas siempre fueron temas cruciales en las diferentes economías.

Cuando se estudian las crisis financieras que han sufrido los países en vías de desarrollo en los años setenta, y luego, convertidos en mercados emergentes, en los ochenta y noventa, se puede apreciar que las reglas del juego han ido cambiando. Estas nuevas alternativas para el desarrollo tienen que ver con la apertura económica, la globalización de los mercados

<sup>2</sup> Kaminsky, Graciela L. y Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, vol. 89, núm. 3, junio de 1999, pp. 471-500.

y la apertura financiera, con la consiguiente capitalización de las diversas economías de mercado. A estos mercados, por falta de una mejor definición, se les llama mercados emergentes.

### LA NUEVA REALIDAD

Las monedas de los países de América Latina, con excepción de las de Centroamérica, México, Venezuela y el Caribe, no se caracterizaron por ser un modelo de estabilidad en los años setenta. Esta inestabilidad se manifestó en formas tales como inflación, devaluación y represión de los mercados financieros, cuyo propósito era, aparentemente, lograr un crecimiento real de la economía. En esa historia constante de devaluaciones y crisis la mayoría de las personas fue afectada y sintió que se envilecía su respectiva moneda.<sup>3</sup> Desde 1988 la tasa promedio anual de devaluación en la mayor parte de las economías de América Latina ha acarreado muchos problemas para los ahorradores y los inversionistas. El promedio de devaluación ha ido desde 6% anual en Chile hasta 66% en Brasil. En tres países: Brasil, Colombia y Venezuela, en los últimos ocho años se produjo una devaluación de 10% anual respecto al dólar. La República Argentina, desde 1978 hasta el presente, ha tenido cuatro monedas nacionales diferentes: en 1978 era el peso; en 1983 éste fue remplazado por otro peso que equivalía a 1 000 de los anteriores. En 1985 fue sustituido por el austral, equivalente a 1 000 de los anteriores. En 1991 un nuevo peso, equivalente a 10 000 australes repone al austral. Como este nuevo peso equivale a un dólar, es entonces cuando se establece la bolsa de divisas. Durante este mismo periodo Brasil adoptó también cinco valores diferentes.

El sistema de bolsa de divisas establecido en Argentina en 1991 produjo poco después una baja de la inflación, y la tasa de interés un alto crecimiento real; además, una significativa apreciación de la tasa de cambio, todo esto con un alto déficit en la cuenta corriente.<sup>4</sup> Los informes disponibles acerca de 1999 indican que el índice de desempleo llegó a 14.2%, lo que representa un aumento de dos puntos en relación con la última medición de octubre de 1998. Ese índice equivale a dos millones de personas sin empleo, pero si a ellas se suman los subocupados, que trabajan menos de 35 horas semanales, el número asciende a 3.6 millones.<sup>5</sup>

Otro país que en la actualidad pasa por una severa crisis económica es Ecuador. En 1999 alcanzó una inflación de 61%, una desvalorización

3 Mobius, Mark, "A Common Currency", *Latin Finance*, núm. 105, abril de 1999, p. 104.

4 Connolly, Michael B., "The Uses of a Currency Board: Argentina: April 1, 1991, to the Present", presentado en el taller Economic Notes On Coping with Financial Stability, Siena, Italia, 23 de noviembre de 1994, p. 13.

5 "Crece en Argentina la cifra de desempleo", *El Nuevo Herald*, Miami, 11 de julio de 1999, p. 5B.

de la moneda de 67%, una contracción del PIB de alrededor de 8%, y una moratoria de la deuda externa de más de 13 000 millones de dólares.<sup>6</sup> En estas condiciones la dolarización y otras medidas podrían ayudar a devolver cierta estabilidad a la economía.

### EL DOLOR DEL DÓLAR

Se entiende que la dolarización es la decisión de un país de cambiar su moneda para usar una del extranjero, específicamente el dólar, una de las monedas más fuertes del mundo. Con este cambio se pretende lograr atesoramiento de valor, unidad de cuenta y remedio a los grandes desequilibrios como la inflación o los aumentos de la tasa de interés, los cuales deterioran considerablemente el equilibrio conocido.<sup>7</sup> En algunos casos las economías extranjeras mantienen un alto grado de dolarización, en especial cuando se encuentran en fuertes periodos de inflación o cuando han sufrido o esperan choques en su economía. Este prerrequisito es importante en los países inestables y en aquellos que apuntan a una futura dolarización, al atesoramiento de dólares, o a establecer las obligaciones en éstos. Así pagarían intereses más bajos en el proceso de solidificar sus respectivas monedas y destacarían la intención de valerse de una moneda menos riesgosa, más líquida y con más información, produciendo un nuevo equilibrio que ofrecería mayores beneficios al país.

La dolarización se lleva a cabo en los diferentes países con cierto sentido común. En la actualidad el dólar es la moneda de más alta cotización en el mundo. Hoy día Estados Unidos es la nación más poderosa del planeta, y en términos militares y económicos es líder en el mundo. Conforme a esta lógica, el hecho de escoger al dólar como ancla o patrón de la moneda nacional es conveniente y hasta razonable si lo analizamos desde la perspectiva de la seguridad y fortaleza que el dólar, como moneda de reserva, produce en América Latina. Si se mide a largo plazo es obvio que los países de América no deben depender del dólar, ya que éste eventualmente puede caer, como ha ocurrido con otros valores en el pasado debido a los continuos cambios políticos y económicos.

En toda América algunas personas e instituciones poseen depósitos en dólares en los bancos locales o en los del extranjero; es más, se ha dicho que los ahorros de América se hallan entre los más líquidos del mundo, ya que están en dólares y se encuentran fuera de los países respectivos. Sabemos asimismo que el dólar circula legalmente en muchos países; también lo hace en donde es ilegal, ya que en el mundo entero se le considera fuerte y confiable por su historial de estabilidad. Esto permite a

<sup>6</sup> Oviedo, Gustavo, "Noboa pide apoyo para su gobierno", *El Nuevo Herald*, Miami, 27 de enero de 2000, p. 1B.

<sup>7</sup> Fischer, Stanley, "Seigniorage and the Case for a National Money", *The Journal of Political Economy*, vol. 90, núm. 2, 1982, pp. 295-313.

los ciudadanos mantener cambio extranjero, específicamente dólares, atrayendo beneficios para sus economías. La dolarización, por ejemplo, puede revertir el proceso de fuga de capitales. También puede constituir una forma más eficiente de asignar recursos financieros mediante la diversificación de las carteras, disminuyendo a su vez el riesgo para el inversionista, el mercado y la economía en general.

Gruben y Welch<sup>8</sup> se han referido, en el caso de México, a la gran diferencia que existiría con la dolarización y sin ella. En el segundo supuesto, de presentarse una crisis se produciría una devaluación que debilitaría a los bancos nacionales, por lo que el Banco de México se vería obligado a respaldarlos en su liquidez, aunque, como todos sabemos, es muy difícil hacerlo en un periodo de crisis. En estas situaciones se presentaría, como siempre ocurre, una *expectativa de devaluación*, lo que empeoraría la crisis. Esto no sucedería con una dolarización completa. Según muchos ya existe una dolarización no oficial en América Latina en forma y espacio. La moneda local domina día con día las transacciones, mientras el dólar sigue la ley de Gresham: una vez que alguien lo captura se queda con él por motivos de ahorro, de poder de compra, de *souvenir* o de venta. Casi todos estos países han sufrido en lo político, en lo económico y en lo financiero, y esto ha creado una situación de gran incertidumbre. Cuando ésta o el riesgo aumentan sobreviene por lo general una fuga de capitales rumbo a la seguridad del dólar o de cualquier otra moneda fuerte.

Tanto en el pasado como en el presente, pero no necesariamente en el futuro, la dolarización puede ser una vía para conseguir cierto equilibrio a corto plazo.

Estados Unidos, por su parte, podría tener un particular interés por el proceso de dolarización, pues gracias a él ampliaría su influencia, ya que podría presionar con su moneda; es probable que le beneficiara más que a los países de América Latina. Cabe también pensar que Estados Unidos se interesa por reformar la arquitectura financiera internacional para ayudar a los mercados emergentes a disminuir su propensión a sufrir problemas financieros; esto evitaría las crisis más pronunciadas y las de mayor duración. Si se parte de esta perspectiva, puede pensarse que la dolarización oficial traería consigo una mejor estructura financiera para América Latina, reduciría el riesgo de devaluación, proporcionaría más seguridad a las inversiones, y disminuiría significativamente la tasa de interés, con lo que fomentaría su desarrollo económico.<sup>9</sup>

8 Gruben, William y John H. Welch, "Default Risk and Dollarization in Mexico", *Journal of Money*, agosto de 1996, pp. 393-401.

9 Dornbusch, R. y A. Reynoso, "Financial Factors in Economic Development", *The American Economic Review*, vol. 79, núm. 2, 1989, pp. 204-209.

## PASOS NECESARIOS PARA UNA DOLARIZACIÓN

Cualquier país que implanta una bolsa de divisas o *currency board* se compromete a convertir su moneda a una tasa fija de intercambio. El peso argentino, por ejemplo, mantiene el mismo valor de un dólar estadounidense desde que estableció la bolsa de divisas en 1991. Para hacer creíbles estos compromisos se requiere que la bolsa de divisas tenga reservas de moneda extranjera, oro, o cualquier tipo de activo líquido que sea igual a la tasa fija de cambio por lo menos en 100% de la moneda nacional emitida.

Es decir, la bolsa de divisas emite circulante solamente cuando hay reservas internacionales para responder por él. Bajo una estricta observación de la bolsa de divisas, la tasa de interés se ajusta de manera automática. Si los inversionistas invierten en dólares, la oferta de moneda nacional disminuye de inmediato provocando que los intereses domésticos aumenten.<sup>10</sup> En este tipo de arreglo las bolsas de divisas tienen grandes desventajas, así como muchos aspectos positivos.<sup>11</sup> La perceptibilidad y el conocimiento de las reglas del juego de la bolsa de divisas son dos de sus grandes ventajas. Como todo sistema de cambio fijo, esta bolsa ofrece la perspectiva de un cambio estable que puede propiciar el comercio y la inversión, ya que el riesgo se minimiza, la información es mejor y, por supuesto, la liquidez es más alta. De la misma manera, el banco central o el gobierno no pueden imprimir dinero para resolver problemas de balanza de pagos o de déficit presupuestarios.

Los costos son altos, como por ejemplo en el caso de la República Argentina, donde el desempleo ha afectado en los últimos años a cerca de 14% de la población económicamente activa. Esto ha producido un equilibrio macroeconómico con precios estables, pero desde el punto de vista electoral ha representado también un periodo de prueba para el peso argentino. La posibilidad de que se establezca un nuevo equilibrio provoca que la diferencia entre la tasa del dólar y la del peso argentino se amplíe aún más. Otra área muy sensible respecto a las prioridades nacionales es aquella que estima que hay diferencias básicas entre el dólar y el peso argentino, como ocurriría con cualquier otra moneda que se pensara dolarizar y estuviera experimentando con la bolsa de divisas, ya que las entidades monetarias no pueden establecer la tasa de interés que consideren adecuada para el país. Asimismo, Argentina ha remplazado la tasa de cambio administrada, de flotación con intervención y fajas de negociación, por el sistema de bolsa de divisas.

En teoría, el país que cuenta con la moneda fuerte establece la tasa de interés *ceteris paribus*, pero si existen otras opciones, como expectativas diferentes, cierto clima político, o un mercado que considere que el

10 "The ABC of a currency board", *The Economist*, noviembre de 1997, p. 80.

11 "Currency Board Arrangements: Issues and Experiences", *IMF Occasional Paper 151*, agosto de 1997.

equilibrio debe de ser variable, subsecuentemente esa sería la tasa de interés. Si el dólar es la moneda fuerte de un país su tasa de interés local recibe una gran influencia del Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos. Si la tasa de inflación en el país fuera mayor que la estadounidense, ello daría como resultado una tasa de interés baja en relación con la situación actual del país, o pudiera ser que hasta tasas negativas de interés real. Este dinero relativamente barato puede darle aún más fuerza a la especulación en los sectores real y financiero.

Si la inflación del país en estudio se mantiene por encima de la del país en el cual la moneda se ha fijado, los valores en los países con bolsas de divisas encontrarán que su moneda puede sobrevaluarse y perder competitividad. Dadas estas circunstancias, las entidades oficiales tampoco pueden valerse de la tasa de cambio para ayudar a que la economía se ajuste a los choques externos. Éstos se pueden presentar como una baja en la caída de los precios de exportación o como un movimiento brusco en los flujos de capital: éste es el caso del efecto contagio.

El sistema de bolsas de divisas tampoco permite al gobierno o al banco central que sean "el prestamista de última instancia" para los bancos del sistema. Por esta razón los bancos deben mantener altos niveles de liquidez, lo que repercute en la disponibilidad y costo de los fondos. Con el ajuste de los salarios y los precios, debido a las numerosas restricciones que existen en el gobierno central, se puede lograr un nuevo equilibrio.

En los países donde es difícil cambiar los precios, como es el caso de Argentina, el riesgo de que la moneda se sobrevalúe se hace cada vez mayor. Otra de las dificultades que se presentan con las bolsas de divisas es que a medida que pasa el tiempo éstas se comportan más como bancos centrales en tanto intervienen en los mercados monetarios con el propósito de armonizar los cambios en la tasa de interés. Este tipo de intervención puede disminuir las ventajas ofrecidas por la bolsa de divisas. En vez de considerar al sistema como un mecanismo automático, los especuladores pueden preguntarse sobre las verdaderas intenciones de las autoridades gubernamentales para con las divisas. Precisamente tal indecisión provoca los ataques especulativos contra estas bolsas que crean el desequilibrio.

### LA EXPERIENCIA CON LAS BOLSAS DE DIVISAS

Según la opinión de los miembros de algunos sectores, uno de los prerequisites para que la bolsa de divisas funcione es que el gobierno tenga un presupuesto equilibrado. La experiencia muestra que esta condición no es necesariamente correcta. Sucede que uno de los requisitos de la bolsa es que garantice un presupuesto equilibrado. Como sabemos, el déficit y el endeudamiento son los problemas básicos que afectan a la bolsa de valores; ésta, a corto plazo, es una variable que se debe considerar, y a largo plazo ejerce una influencia significativa en favor de la especulación y la subsecuente devaluación.



La privatización es una variable que se relaciona con nuestro análisis e influye sobre él. A corto plazo la propuesta de privatización ayuda al gobierno en turno porque muestra su interés por una nueva eficiencia y un nuevo equilibrio que supuestamente será superior al logrado anteriormente. Si se logra llevar a cabo la privatización, esta maniobra reditúa ingresos extraordinarios para el Estado, que le permiten desarrollar gran número de posibles acciones, capaces de dotar de fuerza a la economía y ofrecer a corto plazo una gran liquidez de divisas. El ingreso extraordinario se percibirá durante un periodo limitado, regulado por el tiempo en que se reciba el pago. Después de que esto ocurra el gobierno no recaudará ni tendrá de dónde recaudar, a no ser que privatice más y así pueda continuar con el proceso por unos años.

Otras condiciones iniciales necesarias, según algunos, son una balanza de pagos manejable, así como un servicio de deuda externa normal, acorde al país y sus perspectivas. La experiencia nos ha enseñado que una vez que se habla de cambio y ajuste en los países que tienen problemas de balanza de pagos y de endeudamiento, la disposición de éstos para modificar su situación y satisfacer a los organismos internacionales es la primera característica que deben presentar. Una vez que se llega a este acuerdo, con nuevas variables como la renegociación y el replanteamiento de la deuda, es posible cambiar o reestructurar el problema.

El sistema bancario, principal intermediario y clave del sector financiero, tiene gran participación en el proceso de la bolsa de divisas, que a su vez necesita de un sector bancario confiable y con suficiente liquidez para impulsar el crecimiento y el desarrollo de un país. La evidencia indica que por lo general el establecimiento de las bolsas de divisas se ha efectuado en un ambiente bancario caracterizado por falta de liquidez y de confianza en el sistema. En la realidad el proceso actúa en sentido contrario, es decir, el establecimiento de la bolsa obliga a los bancos a contar con mayor liquidez y a actuar más responsablemente en lo concerniente a los préstamos y el endeudamiento de los intermediarios. En muchos casos se le dan oportunidades a la banca extranjera para que invierta en el país debido a las dificultades del sistema de intermediación.

### EL IMPERIO Y LA DOLARIZACIÓN

El proceso de dolarización de las economías y de los mercados latinoamericanos, así como la determinación de la ruta que debe seguir cada país para dolarizar su economía, reviste tanta importancia para Estados Unidos como para los países de América Latina. De acuerdo con un informe del Comité Económico Conjunto del Senado estadounidense, el Sistema de la Reserva Federal solamente ofrecerá dólares a cambio de una lista específica de activos en esa moneda. Sin embargo, no es preciso que el país que esté considerando la dolarización tenga los necesarios activos en dólares con anterioridad al proceso. Estos gobiernos pueden poseer divisas

en otras monedas siempre y cuando sea factible convertirlas en activos denominados en dólares, es decir, deben ser de fácil convertibilidad.<sup>12</sup>

Según ese mismo informe, los países que estén dolarizando sus economías tendrán que ponerse de acuerdo con Estados Unidos acerca de la fecha en que se hará efectiva la dolarización oficial. Para entonces la moneda local en circulación en el país cambiará al dólar al menos en 75%. Desde ese momento el circulante estará estrechamente ligado a la obtención o a la falta de dólares.

Los políticos estadounidenses tratan de presentar a la dolarización como una solución que no desviaría al Sistema de la Reserva Federal de su propósito de lograr la estabilidad de precios en Estados Unidos; tampoco convertiría a la Reserva en un prestamista de última instancia para los países de América Latina.<sup>13</sup>

Hoy día parece muy difícil aceptar que Estados Unidos quiera ayudar a otros países a emprender el sistema de dolarización, en especial cuando sus políticos y su electorado en general cuestionan cada vez más las ventajas de la globalización. Cabe destacar que esta situación podría cambiar rápidamente si el euro comenzara a amenazar la hegemonía del dólar.<sup>14</sup>

#### PROBLEMAS CON LA DOLARIZACIÓN O SELECCIÓN DE OTRA MONEDA FUERTE

Uno de los principales problemas con la dolarización es la creencia de que los bancos centrales y los gobiernos respectivos sienten la necesidad de intervención (*fine-tune*) para poder estabilizar sus economías.<sup>15</sup>

Muchos países están preocupados por no poder ejercer su soberanía respecto a asuntos monetarios. Sostienen que el claudicar en el aspecto monetario conllevaría problemas económicos en general, para después continuar padeciendo por falta de soberanía política. Parece fundamental conocer qué tan verdadera es la necesidad de América Latina de depender del dólar o de cualquier otra moneda fuerte. La duda es ¿por qué no optan por fortalecer la moneda propia? El dólar en la actualidad es una moneda fuerte como lo fueron en el pasado la libra esterlina, el franco o el marco. Cabe preguntar ¿por qué depositar tanta confianza en una moneda extranjera?

Una dificultad obvia es la que concierne al señoraje o derecho de moneaje (*seigniorage*), que son las ganancias obtenidas por el gobierno al imprimir el circulante. El costo de la impresión representa la céntesima

12 Schuler, Kurt, "Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets", *Joint Economic Committee, Staff Reports*, Washington, DC: United States Government, 1999, p. 12.

13 "Senador apoya la dolarización de Latinoamérica", *El Nuevo Herald*, Miami, 16 de julio de 1999, p. 8D.

14 Fidler, Stephen, "Dollarize or die", *Financial Times*, miércoles 19 de enero de 1999, p. 17.

15 Hanke, Steve, "Dollarize Now", *Forbes*, 3 de mayo de 1999, p. 208.

parte del precio nominal de los billetes o la moneda. También hay que considerar que el circulante no paga interés alguno. Tener dólares o pesos en el bolsillo es como prestarle dinero al gobierno sin interés.<sup>16</sup> Cualquier país que decidiese adoptar una moneda extranjera tendría que dejar de percibir el rendimiento del señoría. En el caso de Argentina éste representa alrededor de 750 millones de dólares anuales, y en el de Estados Unidos es de alrededor de 25 billones anuales. Si, por ejemplo, Argentina deseara dolarizar su moneda sin un acuerdo previo con Estados Unidos, perdería automáticamente su señoría.

El concepto de soberanía es básico para muchos de los países participantes. Quien cumpla la función de banco central, es decir, de prestamista de última instancia, formará también parte de esa soberanía. Cuando ocurre un proceso de dolarización el banco central debe contar con reservas o en su defecto recurrir a la Reserva Federal de Estados Unidos. Los países tendrían que encontrar sustitutos del dólar o acordar arreglos especiales con terceros para obtener fondos de emergencia. En la práctica esto se presenta como un problema o un costo adicional en el proceso.

Otra de las cuestiones que es preciso considerar es la falta de flexibilidad en relación con el comportamiento de la política económica de Estados Unidos hacia el país que ha adoptado el sistema de dolarización. El desviarse hacia otra moneda, ya sea incorporando una moneda fuerte o volviendo a la moneda nacional, ocasionaría problemas y costos que desequilibrarían aún más la economía.

El seguir esta ruta conlleva un costo político y diplomático. El abandono de la moneda del país, símbolo de la identidad nacional, ocasiona que los países pierdan el control de sus respectivas economías y que dejen que otros tomen y ejecuten las decisiones. También tendría que considerarse que si se presentara una situación compleja en el país, o una baja en los principales productos de exportación, la reacción inmediata sería culpar a Estados Unidos. Esto traería grandes presiones para las autoridades de aquella nación, que tendrían que ofrecer mayor liquidez o adoptar otra medida de corto plazo para aliviar el problema.<sup>17</sup>

También hay que considerar los costos sociales y de transacción. Se necesitaría disponer de recursos para adquirir dólares adicionales con los cuales convertir la moneda circulante en dólares. En nuestra opinión el costo social de la dolarización en América Latina sería mucho más alto que cualquier beneficio económico.

Algunos funcionarios, como Cavallo,<sup>18</sup> opinan que la dolarización es factible para México y América Central, pero no para Brasil o Argentina,

16 Warn, Ken, "Argentina edges forward in its dollar project", *Financial Times*, viernes 21 de mayo de 1999, p. 4.

17 Samuelson, Robert J., "Dollarizing-A Black Hole", *Newsweek*, 17 de mayo de 1999, p. 78.

18 Cavallo, Domingo, "Dollarization Viable for Mexico, No Option for Argentina, Brazil", *AFX Europe*, 26 de abril de 1999, p. 1.

ya que el comercio y las relaciones de aquellos países son mayores con Europa que con Estados Unidos. Este punto es en extremo importante, sobre todo si tomamos en consideración el gran esfuerzo que Argentina ha dedicado a su proceso de dolarización no sólo en lo que concierne a su propia economía, sino también en el efecto que aspira a producir en las otras economías del Mercosur.

En el caso de México, la perspectiva sobre la dolarización es mixta. Para muchos la fluctuación del peso resulta insoportable, por lo que estarían muy de acuerdo en tener sus cuentas bancarias en dólares. Para otros la dolarización es un tema equivalente a traicionar la soberanía mexicana, pues sienten que el hecho de desprenderse de su moneda local a favor del dólar como moneda legal implica renunciar a su identidad nacional. La sola idea de que su política nacional pierda fuerza al permitir a Estados Unidos y a la Reserva Federal responsabilizarse de su sistema financiero les parece absolutamente absurda.<sup>19</sup>

El caso ecuatoriano es diferente. Ecuador ha adoptado al dólar como su moneda en un afán desesperado de estabilizar su economía. El país ha sido azotado por fuertes desastres naturales y graves problemas políticos. Los depósitos bancarios han permanecido congelados por casi un año y su moneda ha venido cayendo en forma inaceptable.<sup>20</sup> Los golpes adversos que sufre el país han empeorado por falta de medidas apropiadas para enfrentar el déficit fiscal y los problemas del sector bancario. La carencia de una política responsable para encarar la crisis ha ocasionado que su acceso al sector financiero internacional se haya limitado considerablemente.<sup>21</sup>

## CONCLUSIONES

Se podría pensar que la dolarización beneficiará a ambos lados: Estados Unidos y América Latina. Si bien es cierto que no existe un sistema monetario que pueda eliminar totalmente el riesgo de la devaluación, también lo es que los países que se dolaricen adquirirán una moneda fuerte, con un historial sólido de mantenimiento de su valor, si se compara con las de América Latina.

No hay duda de que con la dolarización se cambiarían significativamente las reglas del juego, pues tal proceso conlleva la adopción de medidas estructurales que incidirían en las variables clave de la economía, desde el empleo hasta el crecimiento económico.

La experiencia reciente nos ha demostrado que la instalación de una bolsa de monedas tiene repercusiones en el presupuesto nacional, la balanza

19 Preston, Julia, "Mexico Measures Identity in Dollars", *The New York Times*, 17 de mayo de 1999, p. 6.

20 Lapper, Richard, "Latin America's mood shift", *Financial Times*, 14 de enero de 2000, p. 10.

21 *Bank for International Settlements, 69th Annual Report*, Basilea, 7 de junio de 1999, p. 55.

de pagos, la deuda externa y en todo el proceso financiero de la economía afectada.

Según algunos, ya existen o circulan tantos dólares en América que no sería difícil lograr que el proceso fuese legal u oficial. El hecho de que se tuviera al dólar como moneda actuaría como incentivo para los inversionistas locales y extranjeros en América Latina. Uno de los posibles resultados sería el aumento de las inversiones, ya que el riesgo de devaluación o inflación inesperada disminuiría significativamente. Esto también repercutiría en la tasa de interés, la tasa de cambio y, sobre todo, en el clima y las expectativas financieras en general.

Estados Unidos se beneficiaría enormemente con una casi completa exclusividad en los sectores real y financiero, al convertir a América Latina en una región dependiente de lo que suceda con el gigante del norte. Otro gran beneficio para Estados Unidos, en el caso de que las economías latinoamericanas crecieran y se volvieran mucho más fuertes, sería que se le facilitaría la venta de sus productos y servicios, pues con el crecimiento de los países aumentaría la demanda de éstos creando así una economía más poderosa.

Este auge económico de América Latina y el Caribe también contribuiría a resolver uno de los grandes problemas que Estados Unidos ha venido confrontando en los últimos años: el arribo indiscriminado de inmigrantes en busca de mejores oportunidades de vida para ellos y sus familias.

En el caso argentino, las políticas monetarias han mantenido relativamente bien la defensa del peso, aunque debe aceptarse que los costos seguirán siendo altos en tanto exista la posibilidad de un ataque especulativo que degenerare en una devaluación con altas tasas de interés; dichas tasas son el precio que el país debe pagar para preservar una moneda propia; de ahí que el hecho de *no dolarizar* aumente el costo de defender la moneda. Habrá que ver las consecuencias de la dolarización en Ecuador, a sabiendas de que no existe magia en este proceso, ya que, como hemos mencionado, si el riesgo es mayor la tasa de interés será más alta aun con la dolarización. El monto de la deuda externa también es un factor importante en el *premium* que se paga.

No hay duda de que la dolarización no es para todos. Si bien ofrece aspectos positivos para América Latina, representa una amenaza contra su soberanía nacional. Esta región necesita y *debería* tener una moneda estable que pudiera ser usada para el comercio y las finanzas, tanto internamente como en el resto del mundo, con igual derecho que el dólar y el euro. Cada país debería determinar lo que le beneficia más tanto a corto como a largo plazos y actuar en provecho propio y a un costo mínimo.