

CONVERGENCIA, MONEDA ÚNICA Y DOLARIZACIÓN: QUO VADIS?

Armando León Rojas*

DIRECTOR DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

Resumen:

El tema de la convergencia sobre la moneda única y la dolarización no es sólo un apasionante debate académico, sino también se ha convertido en tema de la agenda de los diseñadores y ejecutores de las políticas públicas.

La necesidad de compatibilizar los agregados monetarios como mecanismo de convergencia macroeconómica, ha tenido en el régimen cambiario la base central de la discusión. En América latina el debate sobre regímenes integrados apunta básicamente en dos direcciones:

La unión monetaria con creación de moneda única y, La dolarización unilateral o pactada con los Estados Unidos.

Los requerimientos y las consecuencias del estado del arte de dicha discusión son el objeto de debate del siguiente trabajo.

Palabras claves: Globalización financiera, moneda única, dolarización.

INTRODUCCIÓN

El proceso de integración económica mundial y los avances que se han dado en la conformación de áreas monetarias, confieren relevancia a la creciente preocupación de los países latinoamericanos por la búsqueda de mecanismos para articular, de forma eficiente, este proceso en la región. Paralelamente, las realidades que imponen los mercados financieros globales hacen más apremiante el logro de este objetivo.

Frente a los imperativos de la globalización financiera, la evaluación de esquemas monetarios integrados implica, necesariamente, la coordinación de metas de convergencia macroeconómicas, con el fin de compatibilizar las políticas de los países, siendo la elección del régimen cambiario, el punto central del debate. Asimismo, la dinámica de los mercados ha tendido a polarizar la discusión

*Profesor Universidad de los Andes y Universidad Metropolitana. Director del Banco Central de Venezuela.

Este trabajo se ha beneficiado con los comentarios de los Profesores Luis Rivero y Germán Utreras, así como la asistencia técnica de Denisse del Castillo y Elinor Velásquez. Los errores y omisiones son responsabilidad del autor.

sobre la escogencia del régimen, pareciendo descartar el uso de soluciones intermedias.

En Latinoamérica, las principales opciones de regímenes cambiarios integrados contemplan la unión monetaria con creación de moneda única, o la dolarización unilateral o acordada con Estados Unidos. La adopción de cualquiera de ellas, sin embargo, no sustituye la necesaria convergencia, ya que, es prácticamente un prerrequisito para la adopción de un régimen cambiario entre países y, además, su mejor garantía de su éxito.

La dificultad para alcanzar la convergencia macroeconómica, en un plazo determinado, podría atenuarse a través de otros mecanismos monetarios que consistirían en fijar irrevocablemente las paridades entre los miembros del grupo de integración, permitiendo su libre flotación con países no asociados, como una fase previa a la adopción de una moneda única; mientras que en el caso de la dolarización, se plantearía la caja de conversión.

Un aspecto importante a tener en cuenta es que la escogencia del régimen cambiario depende fuertemente de la voluntad política de los países interesados, lo cual puede prevalecer, incluso, por encima de las condiciones teóricas exigidas para cualquier régimen cambiario, más aún cuando la endogeneidad de los criterios de convergencia puede ser satisfechas con posterioridad a su establecimiento, razón por la cual es imprescindible evaluar los factores políticos detrás de la conveniencia de cada régimen.

La exitosa experiencia de la Unión Monetaria Europea (UME) constituye un punto de referencia fundamental en lo relativo a la probable creación de uniones monetarias en Latinoamérica, siendo ésta el principal patrón a seguir para evaluar sus costos y beneficios. Adicionalmente, la evaluación de nuevos regímenes cambiarios cobra particular importancia, dadas las recientes crisis de algunas economías latinoamericanas, las cuales se han visto obligadas a modificar sus esquemas cambiarios, generando, por consiguiente, un replanteamiento sobre la sustentabilidad de los mismos y sus alternativas.

Asimismo, la volatilidad del mercado financiero internacional (caso México 94, Brasil 99), así como los frecuentes desequilibrios macroeconómicos, que conducen a violentas devaluaciones que licúan las deudas internas y generan presiones inflacionarias adicionales con su agregado de más pobreza, se encuentran entre los factores que propician la propuesta de adopción de una moneda distinta a la local.

Sin embargo, la adopción de una moneda diferente a la propia es un proceso muy complejo que requiere, además de las evaluaciones económicas, modifi-

caciones legales, contables, operativas, bancarias, de supervisión financiera y contractuales, entre otras. La actitud, en general, asumida por las principales economías emergentes, es de observación y evaluación de los países que ya iniciaron procesos de dolarización.

En el caso de Estados Unidos, país emisor, no existe unificación de criterios en las diversas instancias del Estado; Tesoro, Congreso y FED, quienes han manifestado dudas sobre el tema aunque no deja de parecerles atractivo; sin embargo, donde coinciden es en que en modo alguno la adopción del dólar por parte de alguna nación, significa compromiso de parte de Estados Unidos para modificar la orientación de su política monetaria.

La tendencia observada en la región y la complejidad del tema ha conducido al Senado del Congreso de los Estados Unidos a estudiar con detenimiento la dolarización de la región, produciendo una serie de documentos entre los cuales destaca el proyecto de Acta del Comité de Asuntos Económicos, que se discutirá más adelante, donde se pronuncian favorablemente con relación a la dolarización y fijan una serie de condiciones para su implementación.

EL PROBLEMA DE LA ELECCIÓN DEL RÉGIMEN CAMBIARIO

La problemática de la elección del régimen cambiario se inserta en la dinámica del libre mercado. La globalización, como una fase expansiva de la dinámica del libre mercado, otorga a los mercados financieros un papel fundamental: para unos disciplinador, para otros desestabilizador. Los antecedentes de una interdependencia financiera de este tipo se encuentran en la época del patrón oro, el cual fue determinante para aminorar las expectativas inflacionarias, mejorar el manejo de las políticas públicas y eliminar el riesgo cambiario.

La clave del buen funcionamiento del sistema monetario descansó en la credibilidad de los tipos de cambio como promesas firmes y, por ello, las crisis financieras podían resolverse. La dificultad de cumplir hoy en día con esta promesa reta continuamente la existencia de un régimen cambiario que no cuente con una sólida credibilidad.

En el período del patrón dólar-oro (1944-1971), predominó una orientación doméstica en las políticas económicas y en ello fue determinante la aceptación de controles a los movimientos de capitales. La integración financiera perdió dinamismo. Sin embargo, el propio aumento de los intercambios económicos generó un creciente movimiento de capitales, los cuales debilitaron, en los años 60, las barreras erigidas en su contra.

Los tipos de cambio fijos pegados al dólar, vigentes hasta principios de los 70, perdieron sostenibilidad al disminuir la confianza en la estabilidad de esta moneda, debido a las presiones inflacionarias incubadas por el excesivo gasto militar de los Estados Unidos en los años 60 y la creciente demanda de políticas activas en un contexto de desaceleración económica, lo cual era incompatible con la rigidez del sistema monetario.

El fin del dólar como una ancla nominal *de facto* en los países industrializados, puso en el tapete la discusión sobre política monetaria y credibilidad. ¿Cuáles serían las nuevas anclas que guiarían la política antiinflacionaria?. El abandono del dólar abrió el campo a la discrecionalidad en política monetaria, pero restringida por las cortapisas de la credibilidad de la autoridad monetaria, habida cuenta de la promesa de que la discrecionalidad no iba a ser usada para "engañar" a los agentes económicos privados.

La integración financiera global de los 90 posee algunos aspectos semejantes a los presentes en la época de tipos de cambio fijos. En ambos, su desarrollo fue estimulado por las ideas de liberalización económica que, en los 90, fue acelerado –entre otros factores- por el fracaso de las economías centralmente planificadas y por los avances tecnológicos. Sin embargo, tanto la velocidad como la dimensión de los capitales han llegado a ser radicalmente diferentes en años recientes, tendiendo a predominar una orientación cortoplacista de los capitales en las economías emergentes, elevado endeudamiento de igual naturaleza y crecientes inversiones de portafolio. Asimismo, se observa un menor protagonismo de los intermediarios bancarios y un rol más activo de los no bancarios. Adicionalmente, los países se han ido alejando gradualmente de las reglas y, más aún de la discrecionalidad monetaria y han avanzado hacia esquemas monetarios basados en diseños institucionales, en los cuales se pueda obtener el mejor intercambio entre credibilidad y flexibilidad instrumental.

En los países industrializados esto ha significado para los bancos centrales mayor independencia, un claro mandato de búsqueda de estabilidad de precios e intentos por aislarlos de las presiones políticas. Para las economías emergentes, implicó la aceptación de cláusulas de condicionalidad dentro de programas de ajustes y la adopción de regímenes cambiarios fijos o intermedios con anclas nominales que suplieran la falta de credibilidad de los hacedores de política, aunque, igualmente, se promovieron reformas institucionales a favor de bancos centrales más independientes.

En los regímenes de libre flotación, la estabilidad cambiaria descansa primordialmente en la credibilidad de los bancos centrales en su lucha contra la inflación y en la disciplina fiscal de los gobiernos y, en particular, en que los gobiernos eviten la tentación de compensar ingresos insuficientes con una moneti-

zación de la deuda del Estado. En las economías emergentes, la inestabilidad cambiaria revela, por lo general, la falta de políticas consistentes para frenar procesos inflacionarios, bien por la ausencia de austeridad fiscal, o por la aplicación de programas insostenibles de estabilización de precios, fuertemente dependientes de un ancla nominal cambiaria y, complementados con políticas de ingreso de controles de precios y salarios.

En la actualidad, los capitales están mucho más expuestos a factores de riesgo, dando lugar a la aparición de comportamientos colectivos desestabilizadores. Otra característica de la nueva era financiera es la revolución tecnológica. En tal sentido, el elevado margen de gerencia que permiten los avances en materia de procesamiento de información e interconexión en tiempo real, revela posibilidades ilimitadas a la nueva integración.

La globalización financiera ha permeado de tal forma la realidad económica de todos los países que ha llegado a ser un fenómeno insoslayable, repercutiendo, directa o indirectamente, en la definición de sus políticas económicas. El manejo de la volatilidad de los capitales es complejo, y, al decir de autores como John Williamson (1999), su comportamiento no responde cabalmente a expectativas racionales, en particular, el de las corrientes de capital de corto plazo atraídas por los mercados emergentes. En este marco, hacer política económica con instituciones de credibilidad dudosa es excesivamente difícil, lo cual impone la observancia de determinadas políticas fiscales y monetarias y constriñe la elección del régimen cambiario.

La escogencia óptima de este último, implica resolver el conocido "trilema en una economía abierta", el cual reza que un país no puede, simultáneamente, tener una política monetaria dirigida hacia metas domésticas, un tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales. Las dos últimas metas sólo podrán lograrse, si la política monetaria renuncia a sus objetivos internos. Cuando un país dirige el manejo de sus políticas hacia la búsqueda prioritaria de objetivos domésticos y al mismo tiempo permite la movilidad libre de los capitales, deberá encarar los efectos de las contradicciones e inconsistencias que sus políticas generen en las expectativas de los agentes privados externos sobre variables como el tipo de cambio y la tasa de interés.

Las recientes crisis cambiarias han mostrado que en los mercados emergentes, los compromisos cambiarios con menor grado de revocabilidad han sido los más exitosos en garantizar la promesa de estabilidad cambiaria, siendo el caso más exitoso el de Panamá, país que tiene desde 1904 un Tratado de Asociación Monetaria con EE.UU y el de Argentina, el cual adoptó una caja de conversión en 1991, habiendo preservado una paridad 1:1 entre el peso argentino y

el dólar estadounidense. Huelga decir que los países con compromisos cambiarios firmes han mostrado, igualmente, una inflación mucho menor.

Aunque la independencia de los bancos centrales ha recorrido un largo trecho en los países en desarrollo, y ello puede explicar una tendencia declinante en la inflación, tal como lo muestra la experiencia en los países desarrollados, la realidad de un opaco cumplimiento de la ley y la existencia de mercados financieros débiles ha tendido a minar los intentos por establecer alta credibilidad, guiando la política monetaria de una forma discrecional. Este inconveniente, conocido como el "problema de la delegación", lleva a que las economías emergentes trasladen parte de sus responsabilidades de política económica a instituciones como el FMI, o hagan depender sus políticas antiinflacionarias de la credibilidad de bancos centrales como la Reserva Federal de los Estados Unidos, o el Bundesbank alemán, atando sus monedas a la moneda de éstos.

La mayor sensibilidad de los capitales a la firmeza de los compromisos cambiarios ha aumentado la importancia de la credibilidad como reto impostergable de las autoridades monetarias y fiscales. En este contexto ha surgido el tema de la dolarización como un compromiso mucho más firme que las Juntas Monetarias o caja de conversión, u otro tipo de régimen cambiario fijo o intermedio, dado que se asume como un compromiso difícil de revocar.

Sin embargo, la tendencia dominante en los 90, en el marco de una mayor integración financiera y el levantamiento de los controles de capital, ha sido la adopción creciente de regímenes cambiarios de flotación. Aún cuando muchas de las economías que así lo han hecho vieron inicialmente afectada su credibilidad, la resistencia a renunciar de manera absoluta a la autonomía monetaria los conduce a intentar la flotación cambiaria, esperando que sus anuncios de políticas económicas coherentes y la aprobación de reglas fiscales de obligatorio cumplimiento preserven la estabilidad cambiaria. En la práctica, las economías emergentes que han adoptado recientemente regímenes de flotación, lo han hecho forzadas por las presiones sobre sus monedas y para evitar crisis financieras devastadoras.

Detrás de la preferencia dominante que muestran la mayoría de los países por recobrar la discrecionalidad en política monetaria, subyace la creciente movilidad del capital y su dificultad con los regímenes cambiarios fijos. Esta tendencia será mucho más marcada si continúa el avance tecnológico irreversible y el desarrollo financiero que lo estimula. En este marco, para aquellas economías con permanentes déficit de credibilidad sólo será posible ir hacia formas extremas de delegación monetaria, tales como cajas de conversión, uniones monetarias, o dolarización.

RÉGIMEN DE MONEDA ÚNICA

La dinámica de la globalización financiera ha actualizado el problema de la elección del régimen cambiario, aunque autores como Frankel (1999) y Williamson (1999) cuestionan la hipótesis de la desaparición del terreno intermedio, la cual señala que la elección del régimen cambiario se supedita a alternativas polarizadas. Ellos prefieren pensar que la elección del régimen es un problema que debe solucionarse atendiendo a las características particulares de cada país, no existiendo, por ello, soluciones comunes de fácil adscripción, por lo cual, cada país disfruta, en teoría, de la libertad de escogencia.

Sin embargo, la realidad impuesta por la dinámica financiera global es imposible de ignorar a la hora de tomar decisiones en materia económica, so pena de ver debilitada la confianza en la calidad y sostenibilidad de las políticas económicas adoptadas. El contexto restringido en el cual parece operar el problema de la elección del régimen cambiario, permea el sentimiento de los capitales, configurando pautas de comportamiento que ponen en peligro la continuidad de aquellos regímenes cambiarios cuya sostenibilidad es abiertamente retada.

El abandono de los regímenes atados al dólar por parte de los países asiáticos luego de la turbulencia financiera de 1997, la culminación del régimen de bandas cambiarias en México a finales de 1994 y la sucesiva eliminación de esquemas similares en otras economías emergentes durante 1999, ha brindado soporte a la tesis de la polarización de las alternativas cambiarias. Asimismo, dentro de algunos organismos multilaterales ha ganado terreno la idea de la conveniencia de que los países adopten mecanismos de flotación cambiaria o, en su defecto, se plieguen a esquemas rígidos fuertemente dependientes de una moneda estable distinta a la propia, acompañados con fuerte disciplina fiscal.

Abandonar la propia moneda genera costos políticos importantes, con implicaciones de orden cultural, aparte de los costos económicos inherentes a la pérdida de señoreaje y la renuncia al uso de las políticas monetaria y cambiaria como armas contracíclicas. Por todo ello, la actividad política tradicional se ve fuertemente afectada. Estos costos entraban la aceptación de la dolarización o la adopción de una moneda única, aun cuando su aplicación podría generar no sólo una expansión económica inicial, sino el surgimiento de un círculo virtuoso, al desaparecer del horizonte de los inversionistas la incertidumbre cambiaria y profundizarse los mercados financieros. (Hausman, R y Powell, 1999).

Esta resistencia a la dolarización explica, en parte, por qué luce más atractivo dar prioridad al tema de la unión monetaria, lo cual significa reconocer la pertinencia del problema de la elección del régimen cambiario dentro de un marco restringido de alternativas. Acoger la unión monetaria significa de manera im-

portante preservar el manejo de las políticas económicas, pero en un contexto de organismos supranacionales de carácter regional, que estén al servicio de los intereses económicos y políticos de los países que integren la unión.

En el caso de la unión monetaria, más que una renuncia a las políticas cambiaria y monetaria, se produce una transferencia de responsabilidades nacionales, sin que por ello se pierda enteramente la influencia de los intereses de cada país representados por los ciudadanos que participen como miembros de los organismos económicos y políticos creados dentro del marco de la unión monetaria.

La conveniencia política de la unión monetaria ha ganado relevancia en un mundo que parece marchar hacia tres bloques de moneda y debido también a la hasta ahora exitosa creación de la UME. Igual enseñanza parece desprenderse del Tratado de Libre Comercio firmado por EE.UU, Canadá y México, el cual, sin ser una unión monetaria, ha mostrado los beneficios económicos de la integración, significando para México una vacuna que parece haberlo inmunizado contra el efecto contagio propagado por las crisis financieras habidas desde 1997 en las economías emergentes.

La culminación de la UME como área monetaria óptima ha roto con las condiciones macroeconómicas estrictas exigidas para la cabal adopción de un área de este tipo, lo cual ha alentado la posibilidad de réplica entre los países latinoamericanos, en particular, en algunas subregiones. Sin embargo, la difícil conciliación política de los gobiernos para avanzar en este terreno retrasa el rápido avance que requiere un proyecto de unión monetaria dentro de los condicionantes de los mercados financieros globales, a pesar de compartir elementos culturales y sociales comunes. Por estas razones, las propuestas de dolarización, vía unilateral, bilateral, o a través de una unión monetaria conjunta con Estados Unidos, han cobrado nuevamente fuerza.

Paralelamente, con la necesaria voluntad política para emprender una integración monetaria latinoamericana es imprescindible la existencia de países líderes, cual es el caso de Francia y Alemania en la Unión Europea, con el fin de superar los problemas de coordinación regional, ya que los líderes establecerán el estándar para el sistema. Además de los indicadores tradicionales que evidencian la importancia de la economía, la característica más importante que deben tener los líderes es su propia credibilidad en la política económica, de manera de minimizar las externalidades negativas. En este sentido, sería conveniente identificar las economías en América Latina que reúnan estas condiciones.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA INTEGRACIÓN MONETARIA

Ventajas

La adopción de una moneda única, además de ser un proceso que implica una gran voluntad política por parte de los países, es también un cambio laborioso y no exento de dificultades, las cuales no se justificarían si no comportara, al menos en principio, ventajas para las economías que se integran monetariamente. Entre las principales ventajas podemos citar:

- La integración monetaria como una fase posterior a la integración comercial, se basa en el supuesto de que la primera hará que la segunda sea más efectiva, con resultados positivos en el crecimiento económico de la región por la vía de un mayor intercambio comercial que incrementará la correlación de los ingresos, transfiriendo recursos de las zonas excedentarias a las deficitarias.
- Estabilidad y tipos de interés bajos: este aspecto resulta particularmente importante para las economías con tradición de inestabilidad y altos tipos de interés. Sin lugar a dudas, las variaciones de entorno provocadas por el arribo de una moneda única producirán cambios que afectarán tanto cultural como económicamente a las sociedades que conforman el grupo de integración. En el caso de adoptar una moneda única regional, es de esperar que los tipos de interés se acerquen al promedio de los países con menores tasas de interés.
- En el ámbito de las decisiones de inversión, éstas se verán previsiblemente favorecidas en la siguiente dirección:
 - Mayor diversificación de las carteras con apertura a los valores de otros Estados.
 - Mayor segmentación de los mercados financieros, provocada por la desaparición del riesgo de cambio dentro del grupo.
 - Modificación del carácter de las inversiones, al favorecer la inversión a largo plazo.
- Efecto transparencia que llevará a un mejor funcionamiento del mercado y a una mayor racionalidad en las inversiones, así como a un mejor conocimiento de las políticas económicas.
- Reducción de los costos transaccionales, lo cual propiciará una mayor circulación del dinero y de los demás bienes.

- Al establecer una moneda única y crear un fondo de divisas se economiza en reservas, por dos razones: 1) se reduce el nivel mínimo de éstas ya que no se necesitarán más divisas para financiar el comercio dentro de la Unión; 2) se reducen también los costos de la gestión financiera, ya que una moneda única posibilitaría repartir mejor los gastos generales de las transacciones; y 3) se obtienen economías de escala cuando su uso se oriente a propósitos de estabilización.
- Con la integración de los mercados de capital es posible conseguir beneficios a partir de la asignación y ahorro de recursos. La eliminación de los controles a las inversiones extranjeras directas fortalecería los beneficios de una asignación basada en decisiones de inversión más racionales.
- Se reducen las presiones sobre las políticas públicas dirigidas a obtener ventajas electorales locales que benefician a partidos políticos permitiendo, entonces, que éstas se orienten hacia la estabilidad de precios y hacia un crecimiento económico sostenido.
- En resumen, las ventajas de la integración monetaria, en alguna medida, son similares a las que se consiguen con la utilización de la moneda única al interior de un país.

Desventajas

Aun cuando la integración monetaria genera importantes ganancias a partir de la asignación de recursos, éstas podrían no distribuirse de forma equitativa entre los países miembros del acuerdo. La moneda única implica un cambio en el entorno económico que, al menos a corto plazo, puede representar dificultades para las empresas y para la economía del grupo, tales como:

- Pérdida del tipo de cambio como instrumento para mantener la competitividad, la cual no podrá obtenerse a partir de devaluaciones de la moneda. Este hecho es particularmente importante si consideramos el uso que tradicionalmente se ha hecho de esta política para recuperar la pérdida de competitividad de las economías latinoamericanas.
- Los sectores más sensibles de la economía podrían verse adversamente afectados por la reducción de las subvenciones estatales, que podría llevar a desajustes sectoriales en estas áreas, como por ejemplo, el sector agrícola.

- La posibilidad de utilizar la política fiscal como instrumento anticíclico se reduce. Los Estados deberán comprometerse a no exceder límites previamente negociados y a imponer sanciones si es necesario. Una política fiscal desordenada entre los países puede conducir a una mayor inflación y a tasas de interés más altas.
- La adopción de una moneda única implica importantes costos en el diseño e instrumentación de un marco supranacional, así como una renuncia a la discrecionalidad nacional de la política monetaria. Asimismo, este diseño institucional puede ser una fuente de diferencias entre los países, por ejemplo, destacando la necesidad de acuerdos para la distribución del señoreaje en el bloque, la forma de elección y rotación de autoridades entre los países, etc.
- Aún siendo atractiva la moneda única en el terreno comercial, puede no serlo en el financiero, si no viene acompañada de una alta credibilidad.

Un elemento de discusión que no queda expresamente reflejado, se refiere a la tendencia que domina el sistema financiero internacional de simplificar el número de divisas útiles en sus transacciones. Este fenómeno pareciera una "fase superior" de la globalización y en cierta medida obliga a profundizar los aspectos prácticos de adopciones de monedas regionales o únicas, en sustitución de las nacionales. No podemos dejar de señalar algunas inquietudes surgidas en Europa (luego del rechazo danés al Euro) sobre la viabilidad de su estrategia. Es evidente, que la ventaja política, más allá de la consideración económica, es la posibilidad de poder observar y analizar el proceso económico y operativo adelantado por la Comunidad Económica Europea.

DOLARIZACIÓN

La actual e intensa discusión sobre la dolarización se inscribe dentro de las limitaciones que al problema de la elección del régimen cambiario impone la creciente movilidad de capitales y la disminución de los controles a sus entradas y salidas. Sin embargo, existe otra vertiente del fenómeno, vinculada a la incapacidad de una moneda blanda para fungir como medio de acumulación de valor, una suerte de Ley Gresham al revés, en la cual el público desplaza la moneda mala por la buena buscando preservar el valor de sus activos.

En países que han vivido procesos de inflación crónica o de hiperinflación, sus habitantes abierta o subterfugamente, han tendido a desprenderse de la moneda de curso legal comprando una similar foránea con un historial de mayor estabilidad. En esta vertiente, antes que de dolarización, se habla de sustitución

de moneda, y aunque la mayoría de los gobiernos han aprobado la existencia de depósitos bancarios en moneda extranjera, particularmente en dólares, la aceptación del dólar como moneda de curso legal no ha sido establecida.

En los países latinoamericanos este fenómeno de la sustitución de la moneda local por el dólar se extendió en los años 80 y, particularmente, a partir de los 90, a la sombra de procesos de inflación crónica y pérdida constante de credibilidad de innumerables políticas de estabilización de precios. El público acudió al dólar como refugio de valor. Sin embargo, los gobiernos se resistieron a renunciar a la existencia de una moneda propia, aun cuando en algunos países se eliminaron monedas y se crearon nuevas, en un período relativamente corto. La lucha por tener una moneda propia significaba, en el fondo, la irrenunciable libertad de manejar de forma autónoma la política monetaria.

El proceso de sustitución de la moneda local por el dólar no conduce necesariamente a lo que hoy se conoce como la dolarización, permitiendo, en cualquier caso, que unos países puedan pasar más fácilmente a una plena dolarización si así lo aprueba el gobierno. La aceptación de otra moneda y la defección de la propia puede responder a razones políticas, tal como pasó en Europa, sin que para ello mediara un proceso de pérdida de capacidad adquisitiva de la moneda de curso legal de los países que decidieron llevar adelante la integración. Por ello, la puesta en el tapete de la discusión sobre dolarización responde mucho más cabalmente al viejo problema de la elección óptima del régimen cambiario, sólo que la creciente dimensión y libertad de los movimientos de capital le ha conferido una urgente necesidad, dejando un espacio cada vez menos sostenible a las fórmulas intermedias.

El resurgimiento de las juntas monetarias o cajas de conversión con los casos de Hong Kong, Argentina y los países bálticos de la ex URSS, allanó el camino al debate sobre dolarización que con tanta intensidad se discute como opción cambiaria válida para las economías emergentes que no reúnan las condiciones macroeconómicas necesarias para darle sostenibilidad a un régimen flotante.

Esta discusión ha cobrado pertinencia por la feliz culminación de la UME, al mostrar que la unión alrededor de una moneda común es factible de alcanzar con voluntad política, aunque no se cumplan, estrictamente, las condiciones macroeconómicas previamente establecidas como viables para la conformación de una área monetaria óptima.

El ejemplo de la caja de conversión en Argentina ha mostrado cómo el compromiso del gobierno con el mantenimiento de este esquema ha permitido que el peso argentino mantenga su paridad nominal con el dólar desde 1991, y ha traí-

do varios años de estabilidad de precios. Con la caja de conversión se ha minimizado el riesgo cambiario, pero no ha desaparecido, y las dudas externas sobre la continuidad del régimen, fueron exacerbadas después de la devaluación de la moneda brasileña en enero de 1999.

La incertidumbre sobre la continuidad de la caja de conversión, y el compromiso a favor de la estabilidad cambiaria, enfatizado por las autoridades económicas, le ha conferido pertinencia a la dolarización en Argentina como una opción posible. Con ella desaparecería totalmente el riesgo cambiario, bajarían las tasas de interés y se sostendría el crecimiento económico.

La ventaja de la dolarización respecto a la caja de conversión es la credibilidad adicional. La devaluación, por ejemplo, queda proscrita, y los mercados dejan de cuestionar la continuidad del régimen, aún cuando como diría Alan Greenspan, la dolarización podría ser revocada por un gobierno que estime como sumamente perjudicial este régimen para el bienestar colectivo.

La aceptación del dólar como única moneda de curso legal sólo es irrevocable en los Estados Unidos, al menos en el mediano plazo. Sin embargo, aún permaneciendo escépticos los inversionistas sobre las promesas del gobierno, la inexistencia de una moneda local que pudiera sustituir al dólar, hace difícil dudar sobre las intenciones del gobierno.

Al dolarizar un país, las entradas de capital reducirían las tasas de interés domésticas hasta niveles similares a las de Estados Unidos y, en consecuencia, los mercados financieros deberían profundizarse y ser más estables. La dolarización tiene el costo de la renuncia al señoreaje, aunque algunos autores estiman que la reducción del costo financiero que implica la desaparición del riesgo cambiario y, en buena parte del riesgo crediticio, compensa con creces, la pérdida del ingreso obtenido por la emisión de la moneda propia.

En términos generales, las ventajas y desventajas de la dolarización se pueden resumir en las siguientes:

Ventajas

- No implica el diseño y puesta en marcha de un marco institucional supranacional.
- Mejora la credibilidad general.
- Permite reducir las tasas de interés al bajar el riesgo cambiario.
- Elimina el riesgo de devaluación.
- Profundiza los mercados financieros.

Desventajas

- Exige un tratado de asociación monetaria con EE.UU.
- Renuncia a la política monetaria y cambiaria.
- Pérdida del prestamista de última instancia.
- Presiones económicas internas en caso de no coincidencia de ciclos económicos con los de EE.UU.
- Pérdida del señoreaje.
- Riesgos bancarios por aumento repentino de pasivos en US\$.

Asimismo, podemos decir que los costos y beneficios que tienen los países que dolarizan oficialmente son:

Costos

- Pérdida de señoreaje y del interés obtenido por los bonos u otros activos extranjeros en poder de los bancos centrales y otras autoridades monetarias.
- Gastos al convertir de moneda doméstica a extranjera los precios, programas de computación, cajas registradoras y máquinas vendedoras automáticas. En Argentina, por ejemplo, el costo sería cercano a cero dado que el peso argentino equivale a un dólar, de manera que cambiar precios sería innecesario; por el contrario, en México el costo sería mayor dado que el peso mexicano tiene una tasa de cambio flotante con relación al dólar.
- Dada la inexistencia de un banco central local como prestamista de última instancia, el Gobierno puede obtener fondos suficientes para rescatar los bancos individuales, a partir de estas alternativas: (a) realizar arreglos para la obtención de líneas de crédito con bancos extranjeros (como lo ha hecho Argentina con su caja de conversión), (b) que las agencias de los bancos extranjeros puedan ofrecer crédito directamente a los bancos domésticos sin involucrar al Gobierno (como se ha hecho en Panamá); (c) conseguir fondos de los multilaterales, como también lo ha hecho Argentina durante las crisis bancarias.

¹ Para reducir la pérdida de señoreaje como obstáculo para la dolarización oficial, los Estados Unidos podría considerar la posibilidad de compartirlo con los países que dolaricen oficialmente (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos, Julio 1999).

- Pérdida de soberanía en la política monetaria, privando al Estado de la capacidad de reaccionar ante shocks externos y de usar el tipo de cambio para ajustar desequilibrios de balanza comercial y financiar el déficit presupuestario mediante la emisión de dinero.
- Necesidad de sincronización en los ciclos económicos de los países involucrados, pues en caso contrario, las políticas monetarias de la Reserva Federal pueden tener efectos contraproducentes en los países de mercados emergentes dolarizados.

Krugman, argumentando a favor de monedas nacionales separadas y tipos de cambio flexibles, cita la siguiente observación de Milton Friedman: Si en un país los precios y salarios deben aumentar comparado con los de otro país, las fuerzas de la oferta y la demanda podrían hacerlo generando inflación en el primero y deflación en el segundo. Pero, esto significaría, dice Friedman, pedirle mucho a los mercados, pues sería más fácil que ambos países mantengan sus precios estables en sus respectivas monedas y dejar que el tipo de cambio entre las dos monedas haga el ajuste. O dicho de otra manera, un país cuyos salarios y precios son muy altos comparados con los de otro país, encontrará que es más fácil hacer el ajuste mediante la modificación del valor de su moneda que a través de miles de cambios en sus precios individuales (Krugman, 1999). En otras palabras, es más fácil que el perro mueva la cola, que el que la cola mueva al perro.

Beneficios

- Costos de transacción más bajos al intercambiar una moneda por otra.
- Elimina las operaciones compensatorias originadas por el riesgo monetario en los países, lo cual tiende a aumentar el intercambio y la inversión.
- Inflación actual más baja y menos riesgo de inflación futura. Un país oficialmente dolarizado al utilizar una moneda extranjera, se asegura de obtener una tasa de inflación cercana a la del país emisor, estimulando la disciplina presupuestaria². La baja inflación aumentaría la seguridad de la propiedad privada (siendo el dinero la forma más difundida de pro-

² Eso no significa necesariamente que el presupuesto del Gobierno va a estar balanceado cada año (Panamá ha tenido en ocasiones grandes déficits) lo que significa es que el déficit debe financiarse a través del método, más o menos transparente, de impuestos más altos o más endeudamiento en lugar del método de imprimir dinero (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio, 1999).

piedad privada), lo cual a su vez estimularía el ahorro y los préstamos a largo plazo³.

- Mayor apertura económica y transparencia, especialmente del Gobierno, producto de la inexistencia de moneda doméstica que necesita ser sostenida.
- Eliminación de crisis de balanza de pagos y controles de cambio.

De lo planteado se desprende que un país al dolarizar oficialmente no necesariamente crea un sistema financiero integrado con el país emisor. Para alcanzar una integración de este tipo se requiere que el país dolarizado permita a las instituciones financieras extranjeras competir con las nacionales. En particular, significa que las instituciones financieras extranjeras puedan establecer agencias, aceptar depósitos y hacer préstamos, comprar hasta un cien por cien instituciones nacionales y mover fondos libremente dentro y fuera del país. Sobre este aspecto pareciera que las liberaciones financieras que han avanzado en América Latina, así como las fuertes inversiones en el sector financiero de grupos internacionales, contribuyen a solventar la restricción señalada.

La integración financiera completa se produce cuando la Ley permite a las instituciones financieras una amplia libertad de acción para competir y no discrimina contra instituciones extranjeras (Congreso de los Estados Unidos 1999).

La integración financiera junto con la dolarización oficial, usando una moneda internacional prominente (el dólar, euro o yen), permite que:

- El país forme parte de una gran fuente internacional de fondos líquidos, que unificado con la habilidad del sistema financiero para mover los fondos sin riesgos de tasas de cambio entre un país oficialmente dolarizado y el país emisor, reduce los períodos de bonanza y depresión de capital extranjero, que ocurren a menudo en países con política monetaria independiente y sistemas financieros no bien integrados al sistema mundial.
- Además de ayudar a estabilizar la economía, mejora la calidad del sistema financiero permitiendo a los consumidores acceso a instituciones financieras que han probado su competencia internacionalmente. Esto obliga a las instituciones financieras locales a ser de alta calidad para poder competir con las extranjeras.

³ Panamá es el único país independiente de América Latina donde hay disponibles hipotecas a un plazo de 30 años sin subsidios del Gobierno por ser el único que no ha sufrido de alta inflación y devaluaciones monetarias en los últimos 15 años (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio, 1999).

- Las instituciones financieras extranjeras pueden prestar fondos a los locales cuando a éstas les falte liquidez. Se sustituyen las funciones del banco central como prestamista de última instancia, dado el rápido acceso a fondos extranjeros, y viceversa, lo cual mejora las habilidades financieras de los gerentes bancarios locales.

UNA PRIMERA VISIÓN GRINGA⁴

La discusión sobre la viabilidad de la dolarización tomó nuevos vuelos, al manifestar algunas economías su disposición a adoptarla⁵, y obligó al gobierno estadounidense la realización de un detenido análisis.

Al respecto los documentos emanados de la Oficina de Asuntos Bancarios del Senado del Congreso de los Estados Unidos parecen indicar que estarían dispuestos a apoyar la dolarización de las economías de América Latina, si tal paso significa alcanzar mayor estabilidad económica de la región y crecimiento sostenible en los países que han sufrido inestabilidad en sus economías. Al respecto, este proceso sería de beneficio económico y nacional para los Estados Unidos (Lawrence Summers, 2000), sin embargo, no dejan de reconocer que representa algunos riesgos políticos y económicos.

Al respecto algunas consideraciones elaboradas por los técnicos del Senado norteamericano permiten resumir un conjunto de riesgos y beneficios que valdría la pena considerar:

Riesgos

- Torna más difícil la gestión de la Reserva Federal en el manejo de la política monetaria.⁶

⁴ Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio 1999.

⁵ Es el caso del debate en Argentina y la decisión adoptada por Ecuador durante el año 2000.

⁶ El mayor crecimiento en la cantidad de dólares en billetes en poder de los extranjeros aparentemente ha ocurrido en años recientes (Judson y Porter 1996, p. 896), y ha sido precisamente durante ese periodo que el Sistema de Reserva Federal ha reducido la inflación a menos de un 2% anual (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio 1999)

- Presión por parte de los países oficialmente dolarizados hacia los Estados Unidos, de asumir la responsabilidad en la solución de sus problemas económicos. Dada esta posibilidad, el Sistema de Reserva Federal y el Departamento del Tesoro podrían advertir que la responsabilidad de efectuar préstamos a los bancos con problemas en dichos países o de supervisar los sistemas bancarios extranjeros, descansa en manos del Gobierno Nacional de cada país.⁷
- Cuando la Reserva Federal plantee un aumento de las tasas de interés, los países oficialmente dolarizados podrían presionar para mantener las tasas de interés inapropiadamente bajas. Este riesgo parece remoto y difícil de ocurrir en la práctica, en virtud del tamaño de la economía emisora.
- Shock monetario o indeseado en caso de que un gran número de extranjeros que usan el dólar, repentinamente se cambien al euro u otra moneda, forzando a la Reserva Federal a aumentar la tasa de interés para prevenir el aumento de la inflación.

Beneficios

- Al incrementarse el número de países dolarizados oficialmente se expandiría el número de personas que usan el dólar como moneda de uso corriente, esto contribuiría a sostenerlo en el largo plazo como la primera moneda internacional en comparación con el euro.
- El riesgo monetario (riesgo de devaluación o revaluación de una moneda) casi desaparecería para los inversionistas que tengan relaciones con los países oficialmente dolarizados. El uso de tipos de cambios subvaluados para estimular las exportaciones desaparecería.
- Eliminación de los costos de transacciones derivados de convertir monedas a los turistas y negociantes.

Evidentemente no es posible ponderar los riesgos y beneficios sin tomar en cuenta el entorno político y social en el que se desarrollan los países de la región. Cada país o subregión asumirá costos y beneficios derivados de su rela-

⁷ Funcionarios del Sistema de Reserva Federal y del Departamento del Tesoro ya han enfatizado este punto repetidamente en declaraciones públicas (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los estados Unidos. Julio, 1999).

ción externa y los objetivos de largo plazo que se hayan trazado. En tal sentido, las consideraciones sobre la conveniencia de dolarizar o no presenta un alto contenido político, más que económico.

Consideraciones sobre la dolarización oficial

De acuerdo con la visión del documento del Senado del Congreso de los Estados Unidos (International Monetary Stability Act of 2000) existirían ciertas características que indicarían la posibilidad de iniciar la dolarización de un país. El análisis considera básicamente elementos económicos y no de orden político o institucional:

- Historia de un pobre desempeño monetario que haya deteriorado la credibilidad de su moneda, obligando a sus prestatarios a pagar altas tasas de interés causando la reducción del crecimiento económico.
- Cobro de un bajo señoreaje por emitir su moneda doméstica debido a que la dolarización extra oficial está ya extendida.
- Presiones inflacionarias permanentes y baja capacidad para conducir políticas monetarias sin riesgo financiero.

Muchos economistas proponen el uso de la *Teoría de Areas Monetarias Optimas* para juzgar si la dolarización es deseable. Esta área existe donde hay un país grande que tiene una moneda dominante y en donde una parte considerable del comercio, mano de obra e inversión, fluye entre él y sus vecinos más pequeños.

Por ejemplo, la dolarización oficial funcionaría mejor en Argentina si Brasil, su socio comercial más grande, estuviera dolarizado, porque entonces los empresarios argentinos no tendrían que preocuparse por riesgos cambiarios al negociar con Brasil. Como no parece factible que Brasil se dolarice, Argentina podría adoptar la moneda de Brasil, pero estaría sujeta a los muchos problemas que experimenta este último, o adoptar una tasa de cambio flotante corriendo el riesgo de repetir la hiperinflación que sufrió antes de aplicar la caja de conversión en 1991 (Reporte de la Comisión de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio 1999).

Las consideraciones sobre un elevado nivel de deterioro en los principales indicadores macroeconómicos, en todo caso, parecen el principal factor que precipita una dolarización total. El desenvolvimiento futuro del proceso ecuatoriano puede ser aleccionador al respecto; lo que pareciera predominar es el alejamiento de la solución mágica (la dolarización) como respuesta a todos los

problemas. Un país toma la decisión, sustituye su moneda, mejora su riesgo, pero las reformas económicas deben continuar. Esperemos qué resulta de este laboratorio viviente.

CONSIDERACIONES FINALES

El tema de la convergencia, monedas únicas y dolarización, mantiene un atractivo no sólo para la discusión académica, sino también para los diseñadores y ejecutores de políticas públicas; sin embargo, la experiencia internacional demuestra que la delegación monetaria no sustituye la aplicación de políticas macroeconómicas coherentes.

En la escogencia de la moneda ancla por parte de los países intervienen, además de los conocidos factores económicos, elementos estratégicos de conveniencia propia de cada Estado, que imponen restricciones a las alternativas de selección.

En el marco de una unión monetaria, el problema de la diferencia de los ciclos económicos entre países miembros, especialmente cuando existen bajos niveles de convergencia, se agudiza ante la dificultad de aplicar políticas internas anticíclicas frente a las establecidas por la unión, pudiendo convertirse en un factor de fricción.

Por otra parte, la creación de una moneda única regional, en el marco de una unión monetaria, es un proceso complejo y prolongado, que requiere de voluntad política y coherencia en la conducción de la política económica, para garantizar su puesta en marcha y culminación. No obstante, las presiones que imprime la globalización financiera podrían acelerar y darle viabilidad a este proceso en el mediano plazo.

El mayor beneficio que traería la dolarización a América Latina es la mejora de la credibilidad general; sin embargo, una propuesta de dolarización generalizada, por el momento, parece más un debate académico que una propuesta formal. Algunos países se niegan a adoptar la divisa estadounidense como unidad de cuenta y de valor, por razones históricas y de soberanía, disminuyendo la probabilidad de acuerdos políticos orientados en esta dirección.

Los países que se acojan a la dolarización unilateral estarían supeditados a las políticas económicas estadounidenses, que no necesariamente coincidirían con los requerimientos económicos internos de los mismos. Para subsanar esto, se haría imprescindible para los países contar con condiciones económicas y financieras similares a las de EE.UU, así como con un sólido sistema financiero.

Sin embargo, en el seno de algunos círculos regionales ha cobrado fuerza la idea de impulsar este esquema en la región, como una alternativa que se supone viable para algunas subregiones y economías abiertas y pequeñas o para economías con una proporción importante de sus transacciones en dólares estadounidenses.

Finalmente, cabe destacar que la viabilidad del proceso de creación de una moneda regional o la dolarización generalizada está supeditada a la adopción de políticas macroeconómicas sanas, lo cual reduciría el problema de la elección del régimen cambiario para los países de la región.

En tal sentido, la experiencia en América Latina demuestra que las marchas y contramarchas de los procesos de reformas han condicionado la selección de los regímenes cambiarios. Es por ello, que resulta más importante para América Latina, en la etapa actual, avanzar en la solución de los desequilibrios internos, mediante el impulso de reformas institucionales, antes que enfrascarse en desgastantes procesos de discusión sobre la adopción del régimen cambiario óptimo, cuando, al resolver los problemas macroeconómicos e institucionales de fondo, probablemente cualquiera de éstos regímenes podría funcionar satisfactoriamente. El debate, sin embargo, continúa...

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asuntos Hacendarios (1999), *Argentina: Consideraciones importantes de la Iniciativa de dolarizar la economía*, Boletín Panamericano Latinoamericano, Año X. No. 379, México DF.
- Bogetic, Zeljko (2000), *Official or Full Dolarization: Current Experiencie Issues*, International Monetary Fund.
- Bordo, Michael y Schwartz, Anna (1997), *Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Records*, Working Paper 6201 NBER.
- Cordeiro, José Luis (2000), "Ecuador: ¡Viva la dolarización!", *El Universal*, 04 de abril, Caracas .
- Cottarelli, Carlos y Giannini, Curzio (1997), *Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post Bretton Woods Era*, Banca D'Italia.
- 106th Congress. United States of American. 2nd Session (2000), *International Monetary Stability Act of 2000 (Introduced in the Senate)*.
- Edward, Sebastian (1999), *Latin America at the end of the Century: More of the same?*, University of California, Los Angeles.

- Eichengreen, Barry (1999), *Solving the Currency Conundrum*, University of California, Berkeley.
- (1999), *Taming Capital Flows*, University of California, Berkeley.
- (1999), *Is Europe on Optimun Currency Area?*, Working Paper 3579, NBER.
- Frankel, Jeffrey (1999), *No Single Currency Regime is right for all Countries or at all Times*, Working Paper 7338, NBER.
- (1995), *Economic Convergence and Economic Policies*, Working Paper 5039, NBER.
- (1996), *The Endogeneity of the Optimun Currency Area Criteria*, Working Paper 5700, NBER.
- Hausmann, Ricardo y Powell, Andrew (1999), *Dollarization: Issues of Implementation*, BID.
- Hoy Digital (2000), *La dolarización en el Ecuador. Preguntas frecuentes*. <http://www.hoy.com.ec/especial/dólar/dolar21.htm>.
- Jiménez, Félix (1999), "La Propuesta de la Dolarización: ¿Un paso atrás?", *Revista Moneda*, Banco Central de Reserva del Perú, No. 114.
- Judson, Ruth y Porter, Richard (1996), "The Location of U. S. Currency: How much is abroad?" *Federal Reserve Bulletin*. Vol. 82, No. 10, October.
- Krugman, Paul (1999), *Monomoney Manía*. Slate Magazine. The Dismal Science.
- Mack, Connie (1999), *Basics of Dolarization*. United State Senate. Joint Economic Committee. Staff Report. Office of the Chairman.
- (1999), *Fundamentos de la Dolarización*, Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos.
- Martínez Ulloa, Carlos (1999), *Economía Mexicana a Dolarizarse*, Sumario.
- Obstfeld, Maurice (1999), *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, University of California, Berkeley.
- Pou, Pedro (1999), *An Accord on Monetary Association*, Mimeo.
- Rodrik, Danny y Velasco, Andrés (1999), *Short-Term Capital Flows*, Working Papers 7264, NBER.

- Rubini, Hector (1998), *Dolarización y Moneda Única en el Mercosur*, Universidad Nacional de Río Cuarto.
- Salinas León, Roberto (1999), *Hacia un peso que pese: Reforma Monetaria en México*, Cato Institute.
- Schuler, Kurt (1998), *No more Central Banks*, *The Journal of Commerce* Since 1827.
- (1999), *México: Portal para la Dolarización en América Latina*, Cato Institute.
- Summers Lawrence (2000), *EE.UU, Dispuesto a apoyar dolarización en América Latina*, Reuters.
- Willett, Thomas (1996), *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility*, Princeton University.
- Williamson, John (1999), *Crawling Bands or Monetoring Bands: How To Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility*, Institute for International Economics. Washington, D. C.