

---

## **DOLARIZAR: ¿REALMENTE UN DILEMA ?**

---

Beethoven Herrera V.  
Julián A. Caballero B.

B. Herrera es Profesor Emérito de la Universidad Nacional de Colombia y Miembro de Número de la Academia Colombiana de Ciencias Económicas, y J. Caballero es Economista de la Universidad Nacional y estudiante de la Maestría en Teoría y Política Económica de la misma universidad. Los autores agradecen de manera especial el valioso aporte del economista Jorge Pazmiño a este trabajo, y las recomendaciones del profesor José Guillermo García. Las afirmaciones, errores y omisiones presentadas en este documento son responsabilidad de los autores. Este artículo se recibió el 1 de abril de 2002 y fue aprobado en el Comité Editorial del 16 de abril de 2002.

## Resumen

Herrera V., Beethoven y Caballero B., Julián A. "Dolarizar: ¿realmente un dilema?", Cuadernos de Economía, v. XXI, n. 36, Bogotá, 2002, páginas 101-152

Este trabajo presenta el debate teórico actual en torno a las ventajas y desventajas, costos y beneficios, de adoptar los diversos regímenes cambiarios, en especial el de regímenes cambiarios ultrafijos como la dolarización, en el actual escenario de crisis financiera internacional y de inestabilidad macroeconómica de América Latina. Luego se contrastan las diferentes propuestas teóricas con la evidencia empírica del desempeño económico de los países que operan bajo regímenes cambiarios cercanos a la dolarización, y finalmente, ofrece algunas conclusiones.

**Palabras clave:** regímenes cambiarios, dolarización, tasa de cambio.

## Abstract

Herrera V., Beethoven y Caballero B., Julián A. "To dollarize: is it a real dilemma?", Cuadernos de Economía, v. XXI, n. 36, Bogotá, 2002, pages 101-152

This paper analyses the present theoretical debate on the advantages and disadvantages, costs and benefits referred to the adoption of different foreign exchange regimes, and specially the ultra-fix ones such as the dollarization in the present situation of international financial crisis and macroeconomic instability in Latin America. Further on different theoretical propositions are contrasted with empirical evidence of the economic performance of those countries that operate under foreign trade regimes close to dollarization, and finally, is offers some conclusions.

**Key words:** foreign trade regimes, dollarization, exchange rate.

## INTRODUCCIÓN

De los múltiples debates que se observan entre los analistas y los hacedores de la política económica en América Latina en torno a la implementación de determinadas alternativas en el manejo cambiario y monetario, la más controversial en la actualidad es la *dolarización*. De hecho, varios países ya han adoptado dicha decisión, otros están en la perspectiva de hacerlo y no es extraño que el proceso de integración económica en alguna de las regiones del continente conduzca a la adopción del dólar estadounidense como moneda común.

Este debate surge en un contexto de crisis financiera internacional que en todos los casos ha estado acompañada de problemas cambiarios a lo largo y ancho del planeta –crisis mexicana, rusa, asiática, brasilera, argentina– derivados del alto grado de movilidad del capital y de la pérdida de credibilidad de los regímenes cambiarios.

El sistema de bandas cambiarias, los sistemas de anclaje y las modalidades de caja de conversión, han mostrado enorme dificultad para su sostenimiento, lo cual ha llevado a su posterior abandono, después de sacrificar enormes montos de reservas internacionales en su defensa.

Este comportamiento del sistema económico mundial ha suscitado la reflexión sobre cuál es el régimen cambiario conveniente para el aseguramiento de la estabilidad económica y la eliminación de la excesiva volatilidad cambiaria, sobre la conveniencia o no de dolarizar las economías de los países en vía de desarrollo, las cuales son más vulnerables frente a choques externos por su grado de dependencia de los precios internacionales de las materias primas y por la apertura abrupta a los flujos de capital externo de corto plazo.

La propuesta de adoptar el dólar norteamericano como moneda doméstica ha sido bien recibida por algunos sectores de las economías latinoamericanas, por sus supuestos beneficios económicos, pero también ha sido duramente criticada por otros, por la pérdida de soberanía monetaria y por la consecuente imposibilidad de utilizar una política monetaria activa en coyunturas de recesión. Además, hay que reconocer que el tema de la dolarización no es solamente una propuesta técnica sino, fundamentalmente, una disputa política donde el regateo intraestatal e interestatal<sup>1</sup> termina definiendo el dominio de un grupo de poder sobre otro y la imposición de su punto de vista.

A diferencia del proceso europeo, donde la integración económica avanzó intencionalmente hasta la unión monetaria, todos los casos de acuerdos económicos en América se limitan a zonas de libre comercio, que con dificultad se plantean avanzar hacia uniones aduaneras, y en esa lógica hasta ahora les resulta imposible incluir el tema de la unión monetaria entre sus propósitos.

El debate de dolarizar o no las economías, se enmarca en el problema más general de elegir un determinado régimen cambiario, particularmente para los países en vías de desarrollo. En los países en desarrollo el régimen cambiario es muy importante ya que las fluctuaciones en el tipo de cambio los afectan de forma diferente que a los países industrializados [Levy-Yeyati y Sturzenegger 2000] y, en general, son más vulnerables a los choques externos por tener estructuras de exportación poco diversificadas. Algunos autores, por ejemplo, encuentran que las crisis en los países en desarrollo son más largas y más costosas que en los países industrializados [Mendoza 1995]. Todo esto hace de la política económica anticíclica un factor fundamental en el desempeño económico de las economías emergentes, y el tipo de cambio uno de sus principales instrumentos.

En este ámbito del problema cambiario radica en la conveniencia o no de un régimen cambiario discrecional, fijo o flotante. Algunos autores proponen los tipos de cambio fijos como los mejores para países en desarrollo [Agenor y Montiel 1999; Calvo y Reinhart 2000]. Incluso se propone dolarizar las economías [Calvo y Reinhart 2000; Reinhart 2000]. Otros proponen

<sup>1</sup> El primer regateo hace alusión a las pugnas entre grupos de poder a favor o en contra de la medida. El segundo se refiere a la distribución de costos y beneficios entre los países involucrados.

regímenes cambiarios más flexibles, en general, tipos de cambio administrados como bandas, devaluación gradual (*crawling peg*) o sistemas de flotación sucia [Chang y Velasco 2000; Mussa *et al.* 2000].

Hay quienes proponen, en cambio, la conformación de un sistema monetario internacional que coordine las políticas cambiarias y macroeconómicas de los países para evitar la volatilidad creciente de la política monetaria o cambiaria, y el contagio de las crisis de sus socios [Coeuré y Pisan-Ferry 1999].

## 1. LA DOLARIZACIÓN

Un concepto amplio de “*dolarización*” es el que se refiere a cualquier proceso donde el dinero extranjero reemplaza físicamente al dinero doméstico. La dolarización de una economía es un caso particular de sustitución de la moneda local por el dólar estadounidense. Así, el dólar reemplaza en sus funciones como reserva de valor, unidad de cuenta y como medio de pago y de cambio, a la moneda local.

La sustentación fundamental para la adopción de esta medida es la necesidad de estabilizar las variables macroeconómicas (índice de precios, tipo de cambio, tasa de interés, déficit fiscal, balanza de pagos) y estimular el desarrollo del país mediante la aceleración de la inserción en la economía mundial, la eliminación de las distorsiones monetarias y cambiarias, la reactivación productiva y la disciplina fiscal, entre otros efectos esperados de la dolarización. Se propone casi como una *fórmula mágica* que pareciera ser capaz de resolver casi todos los problemas económicos.

La dolarización puede ocurrir en forma “extraoficial”, sin una aprobación legal (una dolarización de *facto*), por ejemplo en contextos de hiperinflación en que los agentes pierden confianza en la moneda local o su elevada cotización dificulta la contabilidad de personas y empresas.<sup>2</sup> La dolarización también puede ser oficial, cuando un país deja de emitir la moneda doméstica y utiliza sólo la moneda extranjera.

<sup>2</sup> Así ocurrió en Brasil, Perú, Argentina, Bolivia y Nicaragua a mediados de los años 80s; y condujo al reemplazo del cruceiro por el cruzado, del peso por el austral argentino, del sol por el inti peruano y el córdoba por el córdoba de oro en Nicaragua.

El proceso puede tener diversos orígenes: Por el lado de la oferta, significa la decisión autónoma y soberana de una nación que resuelve utilizar como moneda oficial el dólar (tal es el caso de Panamá, Ecuador, El Salvador y Guatemala) o cajas de conversión (Argentina). Por el lado de la demanda, es como consecuencia de las decisiones de los individuos y empresas que pasan a utilizar el dólar como moneda, al percibirlo como un refugio ante la pérdida de valor de la moneda doméstica en escenarios de alta inestabilidad de precios y de tipo de cambio muy volátil [Baliño *et al.* 1999].

Para su implementación durante un primer periodo el banco central retira toda la moneda local a un tipo de cambio preestablecido. Luego el banco central se limita a un rol pasivo, pues sus funciones básicas (emisión y prestamista de última instancia) desaparecen. En algunos casos la moneda local circula sólo como fraccionario para pagos pequeños y facilitar las transacciones, por ejemplo Panamá.

En la mayor parte de los países que adoptan una moneda extranjera como propia ("dolarizadas" oficial o extraoficialmente), la moneda extranjera que se elige es el dólar de los Estados Unidos. Eso es particularmente cierto en América Latina y el Caribe, donde los Estados Unidos es el primer socio comercial y la principal fuente de inversión extranjera para casi todos los países.

Para el país que inicie un proceso de dolarización, ello significa renunciar a una política monetaria independiente y adoptar la política monetaria y cambiaria del país cuya moneda utiliza (país emisor), generalmente Estados Unidos. En un país oficialmente dolarizado la oferta de dinero se determina automáticamente por la balanza de pagos y el ajuste en las reservas internacionales, lo cual en sí mismo refleja las preferencias de la gente por mantener el dinero en vez de gastarlo.

Sin embargo, el flujo comercial (el intercambio en bienes y servicios) que define el saldo en cuenta corriente no determina rígidamente la oferta de dinero, porque en cada caso la gente puede adquirir o deshacerse de divisas a través de transacciones en la cuenta de capital, intercambiando activos financieros, obteniendo o haciendo préstamos. Un país con una economía dolarizada oficialmente, es entonces parte de una *zona unificada de moneda* con el país cuya moneda utiliza.

Entonces, la adopción de una moneda extranjera une profundamente la economía del país receptor con la economía del país emisor, y es por esta razón que las consecuencias socioeconómicas de esta unión deben analizarse cuidadosamente para determinar la viabilidad de este proceso; particularmente en los países latinoamericanos.

A continuación examinaremos algunos de los beneficios esgrimidos por los defensores de la dolarización y los inconvenientes más relevantes que genera la implementación oficial de dicho proceso en una economía en desarrollo para luego examinar los resultados de su ejecución en algunas economías latinoamericanas.

### 1.1 La fórmula mágica de la dolarización

En general, la adopción de un tipo de cambio ultrafijo (hard pegs) y los procesos de dolarización, entre los que se cuenta la currency board y las anclas cambiarias, se han producido en un contexto de profundos desbalances macroeconómicos, altos niveles de inflación o hiperinflaciones, crisis económica y gran inestabilidad. Estos regímenes cambiarios se han adoptado como una salida segura de la crisis y como la única alternativa frente a los problemas. En la sección siguiente se evaluará la consistencia de cada uno de estos argumentos.

Los beneficios de la dolarización son, entonces, la credibilidad de la política económica y de las autoridades, la estabilidad de precios (tipo de cambio, tasa de interés y nivel general de precios), la disciplina fiscal como producto de la disciplina monetaria, la reducción en la tasa de interés a estándares internacionales, un incremento en el flujo de inversión extranjera como producto de la mayor estabilidad económica, la inserción exitosa en la economía internacional y un mayor crecimiento económico como consecuencia de todo lo anterior.

Se supone que la dolarización genera un *shock de credibilidad* en las economías en crisis, pues rompe las expectativas pesimistas de los agentes al generar certidumbre cambiaria, estabilidad en los precios, disciplina fiscal y tasas de interés internas con tendencia a igualarse con las externas. Esto generaría un clima ideal para la inversión y el ahorro reactivando así el aparato productivo. Lo anterior se sustenta en que la política económica es efectiva si goza de credibilidad, pues sin ella, toda política emprendida por el banco central y

por el gobierno se anula por las expectativas negativas de los agentes económicos.

La meta más publicitada de la dolarización es la reducción relativamente rápida de la inflación. Con su implementación se elimina la posibilidad de devaluación, pues la moneda nacional no cuenta, evitando así el riesgo cambiario. Eliminado este riesgo habría que suponer la reactivación de la economía gracias al mejoramiento de los flujos de capital extranjero atraídos por la mayor estabilidad macroeconómica.

La idea de reducir la inflación como producto de emprender un proceso de dolarización se fundamenta en la creencia de que al utilizar una moneda extranjera, un país oficialmente dolarizado asegura una tasa de inflación cercana a la del país emisor, que en general son países desarrollados con una gran estabilidad de precios. Utilizando el dólar, euro, o yen, se reduciría la inflación a un solo dígito y se eliminaría el fantasma de los niveles de inflación de dos dígitos o hiperinflaciones que muchos países en desarrollo han padecido en las últimas décadas. Se confía por supuesto en que la inflación del dólar, el euro y el yen continuará siendo baja, y en consecuencia, sus economías tendrán tasas de interés bajas y relativamente estables.

Adicionalmente, la menor inflación aumenta la seguridad de la propiedad privada. El dinero es la forma más difundida de propiedad privada. La inflación es un tipo de impuesto sobre el dinero y mientras más baja y menos variable es la inflación más seguros están los derechos de propiedad sobre el dinero. Debido a que otros activos financieros están denominados en dinero, la baja inflación también aumenta su seguridad, lo cual a su vez estimula el ahorro y los préstamos a largo plazo.<sup>3</sup>

Otro de los argumentos a favor de la dolarización es la reducción de las tasas de interés. Se supone que el tipo de interés doméstico se reducirá a niveles internacionales dado el nivel de inflación en estándares internacionales, y que esta baja en los intereses incentivará la inversión externa e interna en la economía dada la mayor estabilidad y previsibilidad de la economía. Se argumenta también que con la dolarización se elimina el poder del gobierno de adoptar políticas monetarias expansionistas o recurrir al déficit fiscal

<sup>3</sup> Por ejemplo, Panamá es el único país de América Latina donde hay disponibles hipotecas a un plazo de 30 años sin subsidios del gobierno porque es el único país que no ha sufrido de alta inflación y devaluaciones en los últimos 15 años [Moreno-Villalaz 2001].

financiado con emisión monetaria y de esta manera introducir presiones inflacionarias en la economía. Entonces, al suprimir la posibilidad de emisión, la dolarización garantizaría la disciplina fiscal.

Entre los argumentos a favor de la dolarización se sostiene que dicha medida transfiere el manejo de la política monetaria y cambiaría de un país que ha actuado con poca ortodoxia, a otro que garantice un manejo más responsable. Se parte del hecho de que la historia económica de los países subdesarrollados enseña que los gobiernos no son austeros y tienen tendencia a incurrir en un gasto público excesivo, especialmente los regímenes populistas.

La estabilidad de precios (estabilidad cambiaria y en el nivel general de precios), la credibilidad de la política económica, sumado a una mayor disciplina fiscal y un incremento en los flujos de capital del extranjero, garantizarían un mejor clima de inversión y de los negocios que en el futuro y asegurarían un mayor crecimiento económico y una mejor calidad de vida.

Otra clase de supuestos beneficios provienen de la reducción de los costos de transacción derivados de los costos de intercambiar una moneda por otra. Estos costos toman la forma de una diferencia entre las tasas de compra y de venta por convertir moneda doméstica a moneda extranjera. La dolarización oficial efectivamente elimina los costos de transacción con otros países con la misma moneda.

Otro aspecto de los costos de transacción más bajos es que sin la existencia de una moneda doméstica diferente, los bancos podrían mantener reservas más bajas, reduciendo el costo de hacer negocios. La existencia de una moneda doméstica separada implica la necesidad para los bancos de separar sus portafolios de pesos y de dólares. Con la dolarización oficial, el portafolio en pesos y el portafolio en dólares se convierte en un único fondo.<sup>4</sup>

Estos son pues los argumentos más destacados a favor de la dolarización de las economías en vías de desarrollo. Ahora contrastaremos estos argumentos con las críticas más relevantes en el debate.

<sup>4</sup> Por ejemplo, un estudio de Moreno-Villalaz afirma que en Panamá, la dolarización oficial permite que las reservas de los bancos sean 5% del PIB más bajas que lo que serían si Panamá tuviera una moneda doméstica separada [Moreno-Villalaz 1999a].

## 1.2 Levantando el velo...

Las desventajas de la dolarización son muchas y se profundizan al enmarcarlas en un contexto de países en vía de desarrollo. Su implementación implica la pérdida del señoreaje por parte de los países que la pongan en práctica, constituye una camisa de fuerza para el manejo de la política cambiaria y monetaria, significa la pérdida del banco central como prestamista de última instancia y estimula la fuga de capitales por la baja en las tasas de interés. Además, para el financiamiento fiscal se recurre al endeudamiento, pues no hay otra alternativa, y genera inequidades comerciales frente a socios dolarizados y no dolarizados. Por último, agudiza la inestabilidad política y social, por los altos costos sociales de su implementación en países pobres, al subordinar la producción y el empleo a la política monetaria y cambiaria.

El primer problema con el que se enfrenta una economía al decidir dolarizar es la paridad con la que se decide hacer el proceso. Si se decide por un nivel muy bajo, la economía automáticamente tiene una pérdida de competitividad que generará un desbalance comercial.

### 1.2.1 Estabilidad de precios

Los procesos inflacionarios en las economías latinoamericanas (y en general en los países en desarrollo) dependen de factores ajenos al mercado monetario, como las pugnas distributivas, los desequilibrios fiscales, las rigideces en las prácticas contractuales y de fijación de precios, y en los diferenciales de productividad entre los diferentes sectores. Tratar de equiparar la tasa de inflación interna con la externa (la de Estados Unidos en este caso) sin antes solucionar los problemas internos, puede producir mayor inestabilidad de precios o hacer superfluos todos los esfuerzos en reducirla.

Hay que notar que en la década de los noventa los países latinoamericanos pasaron de tener regímenes cambiarios rígidos a regímenes más flexibles, a la vez que la inflación promedio en el hemisferio occidental pasaba de 400% en los 80's, a inflaciones de un dígito en los 90's [Chang y Velasco 2000]. Quizá algunos tipos de cambio fijos hayan ayudado, pero definitivamente es discutible si fueron necesarios para controlar la alta inflación en la región. Otros factores que jugaron un importante papel, fueron la independencia de bancos centrales y las reformas a la forma de hacer política económica en la región.

Sobre la reducción en la tasa de interés, ello en teoría podría darse. Sin embargo, debemos tener en cuenta que las tasas de interés y las posibles inversiones dentro de un país dependen además de la percepción de riesgo que sobre dicho país tengan los calificadores y agentes internacionales. Y esas calificaciones no dependen exclusivamente de variables económicas y de estabilidad de precios. La calificación del riesgo país depende, además de las variables estrictamente económicas, de factores de estabilidad social, la gobernabilidad política que en los países latinoamericanos es muy frágil, y a la seguridad jurídica. Esto hace pensar que aun cuando se adopte la dolarización, ella no garantiza por sí misma la disminución de la tasa de interés ni la reducción de los spreads de la deuda soberana.<sup>5</sup>

Por otro lado, nuestras economías aún necesitan fuertes sumas de capitales extranjeros para su desarrollo y para atraerlos mantienen tasas de interés internas más altas que en los países desarrollados. Esa diferencia expresa el mayor riesgo político o mayores niveles de inflación superiores a los centros, y recientemente en países como Argentina, Brasil y México, se ha recurrido a paquetes de salvamento de emergencia a fin de mantener el respaldo de moneda extranjera a la moneda nacional, y proteger la precaria estabilidad política, tal como ocurrió en las crisis de 1994-1996 (efectos tequila, tango y samba). Pero el mantenimiento de esas elevadas tasas de interés acaba volviéndose de modo negativo sobre el acceso al crédito, sobre la calidad de la cartera bancaria y sobre la posibilidad de cobro de las deudas.

### 1.2.2 El señoreaje

El señoreaje es el derecho a emitir moneda legal por parte de la autoridad monetaria, lo cual le genera ganancias al crear deuda sin costo financiero (non interest bearing debt). La ventaja de poseer el señoreaje recae en el país emisor dejando sin ganancia alguna al país dolarizado. Por el contrario se genera un costo para el país receptor pues debe suministrar a la economía la moneda extranjera haciendo uso de sus reservas o adquiriendo préstamos en

<sup>5</sup> Si la dolarización, o la caja de conversión, que es una modalidad atenuada de la misma, trajera mayores niveles de credibilidad en el país y disminuyera el riesgo país ¿cómo se explica que los spreads de la deuda argentina fueran mayores que los de la deuda mexicana durante los años de gran turbulencia en Latinoamérica como el periodo 1998-1999? Y cómo explicar que los spreads de Brasil disminuyeran a niveles inferiores que los de la deuda argentina después de flotar el tipo de cambio, mientras que los spreads argentinos permanecieron casi constantes?

el exterior. En ningún caso se ve que en los países dolarizados se instale una sucursal del Banco Central del país emisor (Federal Reserve) y se inyecte el efectivo necesario para que la economía local se desempeñe exitosamente.

Si se acepta la necesidad de una correspondencia entre el total de valores de bienes y servicios a transar en el mercado y el total de disponibilidad monetaria que está expresada en la ecuación cuantitativa del dinero, surge el interrogante acerca de quién asegura, en un contexto dolarizado, que la economía reciba la cantidad de moneda (en este caso dólares) proporcional a las necesidades de transacción? Un exceso monetario sobre la oferta de bienes y servicios conduciría a inflación y apreciación del tipo de cambio real (similar a la enfermedad holandesa); mientras que una insuficiente disponibilidad de medios de pago puede conducir a la economía a una deflación e inducir un ciclo recesivo en la economía. ¿Cómo se puede asegurar esa correspondencia, si las autoridades del país dolarizado no participan en el Banco Central del país emisor?<sup>6</sup>

La anterior consideración se limita al ámbito económico y no da cuenta de eventos políticos. La dolarización, en general, y la disposición que una autoridad extranjera pueda tener sobre los fondos que constituyen parte sustancial de los medios de pago de otro país, puede generarle una hipoteca de su capacidad de manejo, que puede llegar a ser altamente riesgosa.<sup>7</sup>

El beneficio del señoreaje es muy alto. Por ejemplo, según el FMI [1999] para el gobierno de los Estados Unidos el señoreaje neto de emitir dólares,

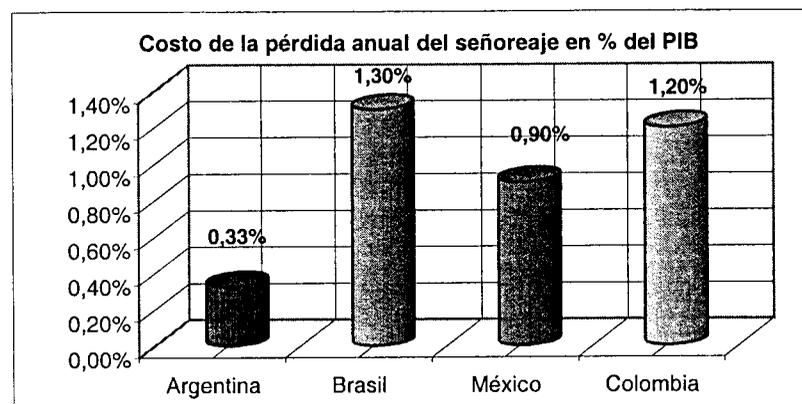
<sup>6</sup> En el caso de Ecuador, en el momento de dolarizar llegó a sugerirse la instalación en Washington de una comisión ecuatoriana de supervisión sobre la Reserva Federal, pero la idea se abandonó antes de implementarse pues nadie aseguraba que dicho equipo tuviese acceso a las decisiones monetarias del país del norte.

<sup>7</sup> Por ejemplo, a finales de los años 80's en medio del conflicto del General Noriega en Panamá las autoridades de EE.UU., cuando las autoridades de este país que recaudaban el flete del Canal decidieron retenerlo para forzar un retiro del militar, afectando severamente la economía panameña. Otro ejemplo es el caso de Irán; tras la ilegal retención de los diplomáticos estadounidenses en la Embajada de Teherán, el gobierno de Estados Unidos decidió congelar US\$25 mil millones de fondos iraníes depositados en bancos de ese país, y aunque ello constituyó una retaliación política frente a una violación de la inmunidad diplomática de sus funcionarios por parte del gobierno del Ayatholla Khomeini puso de presente el alto riesgo que para un país representa el hecho de que sus fondos monetarios o las decisiones sobre ellos, dependan del extranjero.

medido de acuerdo al flujo de pagos que el Sistema de Reserva Federal hace al Tesoro es aproximadamente US\$25 mil millones al año. Ello representa un gran beneficio para EE.UU, que no es compartido con los países dolarizados. Sobre este tema el Congreso de los EE.UU debatió la "International Monetary Stability Act" la cual pretendía reconocer un porcentaje del señoreaje a los países dolarizados que cumplan con ciertas condiciones preestablecidas de orden político-económico, como no ser países hostiles, "buenos" socios comerciales. Sin embargo, esta iniciativa no logró ser aprobada.

El siguiente gráfico muestra el costo de la pérdida del señoreaje por parte de algunos países latinoamericanos si la dolarización fuera implementada totalmente. Se evidencia que el costo de eliminar la posibilidad de emisión es muy alto dados los importantes montos de recursos que ésta representa para los gobiernos.

GRÁFICO 1  
COSTO DE LA PÉRDIDA ANUAL DEL SEÑOREAJE



Fuente: Chang [2000] y Carlos E. Posada [2001].

### 1.2.3 Disciplina fiscal

La eliminación de la posibilidad de emitir no significa necesariamente que el presupuesto del gobierno va a estar balanceado cada año. Lo que significa es que el déficit debe financiarse a través de otros métodos en vez del oscuro método de imprimir dinero. Además, como mostraremos más adelante, la

evidencia empírica enseña que diferentes países latinoamericanos con diferentes regímenes cambiarios tuvieron un desempeño fiscal similar durante toda la década de los noventa.

En lo que respecta al entusiasmo en la implementación de una disciplina fiscal como un fin en sí mismo, ello no es estrictamente consistente, pues si bien el Estado ya no podría emitir para financiarse, dado que no controla la emisión de moneda, sí puede aumentar la carga impositiva y acelerar las privatizaciones para seguir abasteciéndose de recursos, a la vez que podría generar una contracción en la demanda agregada y reducir su margen de incidencia en la economía al financiarse de esta forma.

Además, puede verse forzado a endeudarse, pues no puede recurrir a los recursos de las privatizaciones de modo indefinido. Es verdad que puede mejorar el acceso al crédito externo si mejora la confianza externa en el país dada la estabilidad cambiaria que introduce un proceso de dolarización; sin embargo, hay que tener en cuenta que también es definitiva la estabilidad macroeconómica, una acertada política económica, la seguridad jurídica, y la estabilidad política como fundamento de una adecuada gobernabilidad.

Además, la prohibición de emitir dinero doméstico para financiar el déficit es una realidad en la mayoría de países que han introducido esta limitación en sus nuevas cartas constitucionales y no es necesario dolarizar una economía para evitar la emisión por parte del gobierno. Por ejemplo, la constitución colombiana de 1991 exige el voto unánime de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República para adoptar una decisión en ese sentido.

Si no se dan las condiciones de estabilidad macroeconómica, exitosa inserción en el mercado internacional y un sostenido flujo de capitales hacia el país, el endeudamiento externo será la única alternativa del país dolarizado para mantener un adecuado nivel de reservas internacionales y por ende de liquidez en la economía. En caso de inestabilidad económica, el peso de la deuda aumentará de forma explosiva, incrementando el gasto en servicio de la deuda y limitando el gasto público en inversión social y productiva.

El problema del aumento desbordado del gasto público es obvio y cierto. Una utilización desbordada de la emisión monetaria puede traer efectos inflacionarios si se entrega el efectivo al público y no hay una correspondencia con la oferta de bienes y servicios. Sin embargo, en algunas circunstan-

cias el gasto público puede ser necesario e inaplazable, como cuando se vive una coyuntura de recesión determinada por escasa demanda. Por otra parte, canalizar recursos de emisión a las actividades productivas mediante el financiamiento de equipo e insumos productivos y no de irrigación de efectivo monetario puede contribuir a reactivar la actividad productiva en períodos recesivos.

En suma, el recurso a la emisión sólo puede justificarse en situaciones de grave recesión, cuando resulte claro que el mercado por sí mismo no está en condiciones de reactivar la actividad económica. Pero descalificar la emisión como una posibilidad de acción de la autoridad económica puede conducir a situaciones inmanejables en períodos de crisis o de desastres naturales, por ejemplo, y, sobre todo, niega la experiencia histórica. La dolarización cancela la posibilidad de que el gobierno actúe de modo anticíclico cuando ello sea necesario.<sup>8</sup>

#### 1.2.4 Política cambiaria y monetaria

Otro costo para un país oficialmente dolarizado es que no puede responder a los choques económicos externos, tales como un aumento en el precio del petróleo o una caída del precio de sus bienes exportables, utilizando la alteración unilateral de la tasa de cambio de su moneda. Si bien tiene otros métodos de ajuste a su disposición, como flujos de capital o cambios en el presupuesto del gobierno y reducción en salarios nominales, para compensar el choque, en los países en vía de desarrollo estas alternativas son insuficientes pues su efecto es marginal y en cambio inducirían a una mayor inestabilidad económica, social y política.

<sup>8</sup> Por otra parte, el argumento de transferir el manejo monetario a un gobierno no derrochador lo que en el fondo propone es entregar esa facultad a la autoridad monetaria del país emisor, que en caso de Estados Unidos su ortodoxia y equilibrio puede estar en cuestión. Por ejemplo, para financiar la guerra de Vietnam, dicho país emitió US\$500 mil millones sin respaldo en un contexto que determinaba paridades fijas del dólar frente al oro (US\$35 por onza de oro fino). Ello significaba en concreto violar el acuerdo básico establecido en Bretón Woods y sembró las bases de la ruptura de ese acuerdo, como ocurrió efectivamente en 1973 cuando Estado Unidos no pudo garantizar la convertibilidad de esos dólares en el metal requerido.

El país dolarizado pierde un 'amortiguador' económico como la devaluación, e igualmente pierde la posibilidad de una política económica independiente de la del país emisor, pues nadie puede garantizar que lo que le conviene al país emisor le convenga, por transitividad, a los demás países [Sachs y Larrain 1999].

Por ejemplo, en una economía con tipo de cambio flexible, ante un choque externo generador de un desequilibrio en la balanza de pagos se responde con una devaluación del tipo de cambio nominal. Es así como se produce un aumento en los precios de los bienes no transables, se genera un traspaso de recursos del sector no transable hacia el sector transable, puede generarse un aumento de las exportaciones y con ello una corrección de la balanza de pagos. Con la dolarización la tasa de cambio nominal deja de ser un instrumento de ajuste y las únicas opciones posibles son las políticas restrictivas de gasto agregado que perjudicarían la producción y el empleo, y generarían mayor dependencia de préstamos externos.

Igualmente el país dolarizado renuncia a tener un prestamista de última instancia como el banco central, debido a que está imposibilitado para emitir, impidiendo así el préstamo a los bancos nacionales cuando estos estén en situaciones de riesgo por rumores de inestabilidad del sector, pérdida generalizada de confianza o una corrida del sistema financiero. En el caso de Ecuador, dada la severa crisis bancaria en medio de la cual se ha adoptado la dolarización, el Banco Central se ha mantenido y aunque no puede emitir moneda, garantiza los ahorros bancarios mediante la emisión de bonos estatales. De otra forma no podría superarse la grave pérdida de confianza en el sistema financiero local agravado por la fuga de los banqueros culpables del desfalco y por la congelación de los ahorros de la población.

Con la desaparición del banco central como prestamista de última instancia desaparece el poder de garantizar y respaldar los depósitos del público, la posibilidad de que el gobierno pueda cubrir sus gastos, así éstos sean realmente urgentes. En consecuencia, los bancos privados podrían quebrar fácilmente generando caos en el sistema financiero, históricamente débil en los países en desarrollo. Además, el gobierno estaría obligado a acudir a mayor endeudamiento externo, y a nuevas y severas reformas tributarias para financiarse si se quiere evitar la parálisis estatal por falta de recursos en circunstancias de crisis y recesión. No podemos olvidar el costo que han tenido las crisis financieras de las últimas dos décadas en Latinoamérica, y el

importante papel que jugaron las autoridades económicas en la recuperación de los sistemas financieros en la región.

En un país dolarizado, la base monetaria es equivalente al monto de reservas internacionales que el país posea en un momento determinado. Las reservas provienen de los flujos de capital internacionales, las exportaciones, las transferencias internacionales (que en el caso de algunos países latinoamericanos son significativas), la deuda externa y la cooperación internacional.

En ningún momento se podría asegurar que el flujo de divisas provenientes de estas fuentes sea igual a la base monetaria necesaria para garantizar el crecimiento económico y la estabilidad macro. Si eventualmente alguna de estas fuentes de divisas se contrae, automáticamente se contraerá la oferta monetaria afectando la economía.

### 1.2.5 Subordinación del empleo y la producción

Otra de las críticas que se puede hacer a la adopción de la dolarización es la preferencia que se le da a la política monetaria frente a las políticas de desarrollo productivo. Al no existir la posibilidad de implementar las herramientas cambiarias y monetarias para sobrellevar una crisis o un choque externo, para garantizar la estabilidad macroeconómica, especialmente de precios, el país dolarizado se ve obligado a aplicar mecanismos bastante costosos en términos reales, como la reducción de los salarios y la contracción en la producción, con el consecuente incremento del desempleo.

Ante un choque externo que exija un ajuste en las variables reales sólo los grandes empresarios podrán resistir el ajuste, lo que estaría aumentando la brecha entre ricos y pobres, así como también incrementaría la concentración de la producción en pocas grandes empresas, usualmente multinacionales, generando finalmente mayor exclusión social.

El logro de mayor estabilidad macroeconómica en términos de precios conduce a una inevitable subordinación de la producción y del empleo a la política cambiaria, como analizaremos más adelante. Chang y Velasco [2000] argumentan que si los precios se elevan más rápidamente, como sucede en los países en vías de desarrollo, es más rápido y menos costoso mover el tipo de cambio nominal en respuesta a un shock externo, que obliga a un ajuste en el tipo de cambio real, en lugar de esperar a que la demanda en los bienes y el mercado laboral presione los precios a la baja. Es decir, para una

economía integrada a los mercados mundiales es más fácil ajustar el tipo de cambio nominal que esperar al ajuste, quizá más costoso, en el sector real.

Fijar la estabilidad de precios como fin último de la política económica no siempre es una política acertada. La estabilidad de precios no se traduce en un mayor crecimiento económico —como veremos más adelante— y representaría subordinar el crecimiento económico, el empleo y la producción a una baja inflación.

### 1.2.6 *Desequilibrios comerciales*

La rigidez cambiaria puede conllevar a un inevitable deterioro de los términos de intercambio de una economía en desarrollo, que a la postre desembocaría en un déficit crónico de la cuenta corriente y las consiguientes dificultades para financiarlo en un contexto de dolarización.

Los términos de intercambio se deteriorarían si los precios de los bienes en la economía receptora crecen más rápido que los precios de los países desarrollados (usualmente las economías emisoras). Si una economía adopta el dólar como moneda doméstica tendría que asegurarse que la inflación interna sea por lo menos igual que la norteamericana para poder mantener su competitividad, dado que el tipo de cambio nominal no varía.

Uno de los determinantes del crecimiento de los precios es el costo de producir los bienes, y los costos de producción están afectados de forma especial por el crecimiento de la productividad. La única forma de garantizar que los términos de intercambio no se deteriorarán frente a un proceso de dolarización es asegurándose que el crecimiento de la productividad es mayor en el país receptor que en el país emisor. Siendo coherentes con la evidencia no es posible garantizar eso en la realidad, lo cual hará que las exportaciones del país receptor pierdan competitividad internacional y se presente un déficit en la cuenta corriente.

El deterioro en los términos de intercambio privilegiaría la producción de bienes no transables sobre la producción de bienes transables, introduciendo serias alteraciones en la asignación de los recursos al interior de la economía receptora, llegando incluso a procesos de desindustrialización. Existiría además una debilidad potencial frente a socios comerciales directos que tuvieran la posibilidad de devaluar, pues podría producirse un desplazamiento de in-

dustrias nacionales hacia países que han devaluado su moneda, como ha ocurrido recientemente entre Argentina y Brasil.

El déficit estructural en cuenta corriente se traduce en un problema de financiamiento internacional, y el ajuste se da automáticamente en las reservas internacionales del país, es decir, en la base monetaria. El país dolarizado se vuelve más vulnerable ante los flujos de capital internacional, ya que no se garantiza la acumulación de reservas internacionales dada su incapacidad de fortalecer las exportaciones.

Además, la dolarización oficial premiaría a los productores extranjeros con respecto al supuesto dumping de bienes del extranjero, al eliminar la posibilidad de que un país dolarizado pueda devaluar contra el dólar. Gran parte de la controversia sobre el dumping se suscita por las devaluaciones grandes e inesperadas que torna los productos más baratos, no por ventaja tecnológica, sino como resultado de la política cambiaria.

La puesta en marcha de un régimen cambiario como la dolarización sería una gran ventaja para los países desarrollados pues los países latinoamericanos no tendrían como competir contra los subsidios agroindustriales que otorgan estos países a sus productores. Los países en vías de desarrollo en general, y los latinoamericanos en particular, no tienen recursos para dar subsidios y apoyo a los exportadores y productores locales, a diferencia de los países industrializados como Estados Unidos, Canadá, Australia, la Unión Europea y algunos del Sudeste Asiático que subsidian determinados sectores.

### 1.2.7 *Financiamiento, deuda y crecimiento económico*

El gasto público en los países en vías de desarrollo juega un papel fundamental en su desenvolvimiento económico. Al eliminarse la posibilidad de emitir para financiar el gasto público se privilegiaría la adopción de deuda para financiarlo, una vez se ha agotado la posibilidad de privatizaciones y de generar nuevos recursos impositivos. La deuda tendería a ganar peso en la capacidad productiva del país.

La deuda puede ser externa o interna. Si se genera una excesiva deuda interna se puede incurrir en un desplazamiento de los recursos financieros hacia el Estado que genere una contracción en la inversión y producción privada, ya que se introducen presiones en la tasa de interés interna que producen un

efecto de *crowding out*. Esto hace que el recurso de deuda interna no sea ilimitado.

Por su parte, el financiamiento internacional es volátil y depende de la calificación de riesgo país, del contexto internacional y regional, y no siempre se adquiere a largo plazo y a un bajo costo. En un contexto de crisis internacional los recursos externos son escasos y muy costosos, y, en general, prefieren los países industrializados de Europa y Norteamérica.

Dado el fenómeno de apreciación crónica del tipo de cambio real descrito arriba, con su impacto en el deterioro de los términos de intercambio, el financiamiento externo se convierte en uno de los principales instrumentos para garantizar que el monto de reservas internacionales sea suficiente para proveer la liquidez adecuada de la economía del país en cuestión.

De esta manera la adopción de un régimen cambiario ultrafijo como la dolarización, siembra las bases para un futuro problema de financiamiento y de liquidez, que a la postre degenerará en un obstáculo para el servicio de la deuda y para el crecimiento económico.

En un evento de corrida bancaria<sup>9</sup> o de crisis financiera internacional, la fuga de capitales podría ser tal que descompensara el equilibrio entre reservas internacionales y oferta monetaria, y ante la imposibilidad de traer más divisas al país (ya que las exportaciones no son competitivas) el ajuste se daría en la producción y el empleo generándose una mayor inestabilidad macroeconómica, y reduciéndose los recursos para la producción y la inversión internas. La mayor inestabilidad se traduce en un mayor riesgo país y en un incremento de los spreads de la deuda soberana del país dolarizado, que incrementarán de nuevo el peso de la deuda y exigirán mayores montos de divisas.

<sup>9</sup> Como plantean Calcagno *et al.* [2001] los regímenes cambiarios superfijos son vulnerables ante una masiva demanda por depósitos en el sistema bancario si los bancos no son capaces de financiarse adecuadamente en el extranjero, haciendo que el Banco Central tenga que funcionar como prestamista de última instancia agotando las reservas internacionales. Cuando éstas han desaparecido, el sistema de paridad fija se verá abocado a su inminente eliminación y la consecuente devaluación del tipo de cambio. La otra alternativa, es dejar quebrar el sistema financiero doméstico y profundizar la recesión en la economía.

Finalmente se entra en un círculo vicioso de contracción de la producción y la inversión, problemas en la cuenta corriente, inestabilidad económica, problemas de financiación internacional, déficit en la balanza de pagos, aumento del peso de la deuda externa y del pago de intereses de ésta dado el incremento de los spreads. Puede ocurrir entonces una profundización de la recesión, contracción del empleo, incremento en la pobreza e inestabilidad social. Todo lo cual se traduce en grandes dificultades políticas y de gobernabilidad sin la posibilidad de incrementar el gasto público. Ejemplo de esto es la reciente crisis argentina.

Por último, se supone que los países que dolarizan sus economías eliminan la inestabilidad económica y tienden a aumentar su intercambio y la inversión doméstica. Pero las fluctuaciones derivadas de los cambios en la demanda y precio de sus productos de exportación o de la incertidumbre política, no desaparecen automáticamente con la dolarización. Podría afirmarse que la estabilidad de precios no es sinónimo de estabilidad económica y crecimiento.

## 2. LA EVIDENCIA EMPÍRICA

Más contundente que cualquier debate teórico sobre las ventajas y desventajas de la dolarización —que seguramente no llegará a un consenso entre detractores y defensores<sup>10</sup>— es el análisis de la evidencia empírica sobre el desempeño económico de países latinoamericanos que han implementado políticas muy similares a la dolarización como Argentina, Ecuador y Panamá, y compararlo con lo logrado por países que han tenido una política cambiaria basada en regímenes discrecionales o flexibles, como Brasil, México, Colombia y Chile.

### 2.1 Experiencias internacionales bajo diferentes regímenes cambiarios

La experiencia internacional muestra que a través de los últimos dos siglos las economías pasaron de tener sistemas de cambio fijos a sistemas más

<sup>10</sup> Como dice G. Calvo [1999] el primer round de esta pelea entre defensores de regímenes cambiarios fijos y flexibles la han ganado los tipos de cambio flexibles después de las crisis de finales de los noventa. Sin embargo, “la pelea debe seguir” (Calvo dice: “but I am afraid, the fight will go on”).

flexibles, existiendo diferentes alternativas cambiarias que a la postre caracterizaron el Sistema Monetario Internacional (SMI).

Hasta 1933 el SMI reposó siempre sobre algún patrón metálico: bimetalismo, 1815-1870's, y patrón oro (o plata), 1870-1933 y de 1934-1971 el SMI estuvo regido por un patrón dólar, con este último anclado al oro. Cuando se rompió el patrón dólar en 1973 y las principales economías empezaron a flotar sus monedas, dejó de existir un SMI que regulara las interrelaciones entre los distintos países [Meisel 2001].

El problema con la ruptura del SMI es que se perdió la estabilidad en el nivel de precios en el ámbito mundial. La mayoría de los países tuvieron inflaciones más o menos severas después de 1973. Antes de este año el SMI estuvo anclado al dólar y éste a su vez al oro, lo cual evitaba la inflación. En este momento se presenta por primera vez en la historia de la economía mundial la ausencia de un SMI. Como dice el Nobel Robert Mundell:

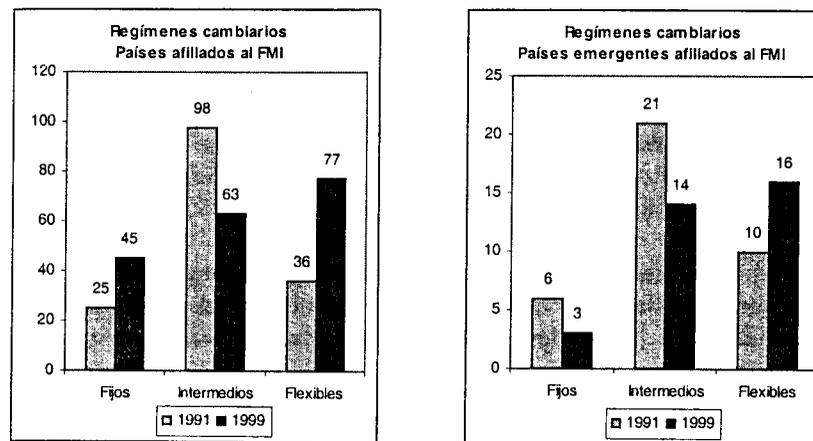
Un sistema monetario internacional en el sentido estricto de la palabra no existe en la actualidad. Por miles de años los países han anclado sus monedas a algún metal precioso o a otra moneda. En el cuarto de siglo desde que el sistema monetario internacional dejó de funcionar, los países han estado por su cuenta, un fenómeno que no tiene precedentes históricos en el juego cooperativo conocido como el sistema monetario internacional (Mundell citado por Meisel [2001]).

Después de la caída de la paridad fija oro/dólar establecida en el acuerdo de Bretón Woods, el modo en que los países en desarrollo fijan su tasa de cambio es muy diferente de cómo lo hacen los países desarrollados. En general, los países desarrollados prefieren un régimen de tasa de cambio flotante, en el que el tipo de cambio sea fijado por las fuerzas del mercado. Por su parte, los países en desarrollo no abandonaron los tipos de cambio fijos, manteniendo discrecionalidad sobre éstos y conservándolos como un instrumento de política económica [Agenor y Montiel 1999].

Las alternativas que encontraron los países en desarrollo para administrar el tipo de cambio fueron, principalmente: regímenes cambiarios de tasa de cambio fija a una moneda, o a una canasta de monedas; regímenes cambiarios de crawling peg, en el que el tipo de cambio es fijado de modo discrecional o sobre la base de unas reglas; y regímenes cambiarios intermedios como el sistema de bandas cambiarias. En general, los regímenes cambiarios han tendido a volverse más "flexibles", bien utilizando sistemas como crawling

ling peg, bandas, o variaciones, o bien flotando totalmente el tipo de cambio [Agenor y Montiel 1999].

GRÁFICO 2  
CAMBIO DE REGÍMENES CAMBIARIOS SEGÚN TIPO DE PAÍSES



Fuente: FMI: Citado por Stanley Fischer [2001].

Durante las dos últimas décadas los países en desarrollo se han movido hacia regímenes flexibles, abandonando los tipos de cambio fijos establecidos después de Bretton Woods. En los 90s el fenómeno se evidencia en todos los países, desarrollados y en desarrollo. En 1991, el 23% de los países afiliados al Fondo tenía un régimen cambiario flexible, para 1999 ese porcentaje había aumentado a 42%. Para los países emergentes, en 1991 el 27% tenían un régimen cambiario flexible y para 1999 la proporción había aumentado al 48.5%. Pero lo más significativo, es que la proporción de países con regímenes fijos había caído de 16.22% a 9.09% en el mismo período [Meisel 2001]. Es decir, los países emergentes se habían ido mudando paulatinamente hacia regímenes más flexibles durante la década de los noventa.

Indudablemente, en la década de 1990 los grandes flujos de capital han estado siempre en el centro de las principales crisis de las monedas de las economías emergentes; la intensidad de dichas crisis está relacionada con la alta movilidad del capital y los enormes flujos del mismo en épocas recientes [Uribe 2001].

Para enfrentar esta situación, se pueden tomar dos tipos de medidas:

- i) Mayores controles a los flujos de capital
- ii) Adopción de regímenes cambiarios creíbles y extremos
  - Flotación
  - Regímenes ultra-rígidos (cajas de conversión y dolarización)

La discusión actual versa sobre cuáles medidas son más eficientes para afrontar la volatilidad de los flujos de capital, y asegurar el crecimiento económico de los países en vías de desarrollo. Según algunos analistas, adoptar un régimen flexible es más prudente para un país emergente que adoptar un régimen extremadamente fijo, como la dolarización [Sachs y Larrain 1999].

Para Sachs y Larrain un tipo de cambio flexible es mejor para países que enfrentan grandes choques externos, como gran volatilidad en los flujos de capitales hacia ellos y grandes variaciones en los precios de los bienes y servicios que exportan; mientras que un tipo de cambio fijo es más conveniente para países que enfrentan choques externos leves y poco frecuentes.

Los países en desarrollo entran en la primera categoría. Son países que enfrentan grandes fluctuaciones en los precios internacionales de los productos que exportan, como petróleo, café y minerales (i.e. cobre, níquel). Además, los flujos de capital que se dirigen hacia estos países han mostrado una gran tendencia a salir de dichos países ante el primer asomo de incertidumbre. Entonces, adoptar un tipo de cambio fijo, que no pueda servir de amortiguador a los choques externos, no parece ser la mejor opción para las economías emergentes.

Dada la gran volatilidad de los flujos de capital, ante una corrida bancaria los inversionistas internacionales sacan su dinero de los países en crisis hacia economías más seguras, presionando el tipo de cambio hacia grandes devaluaciones. Los países que estén comprometidos a un tipo de cambio fijo tendrán que pagar altos costos en reservas internacionales para soportar la salida de capitales, y muchas veces no podrán soportar las presiones del mercado teniendo que devaluar sus monedas abandonando sus tasas fijas, después de gastar ingentes recursos en su salvación. Fue lo que ocurrió en México en 1994, en Tailandia y Corea del Sur en 1997, en Rusia en 1998 y en Brasil 1999.

Otro problema que enfrentan las economías en desarrollo que atan su tipo de cambio a la moneda de otro país, es que el ciclo económico del país de referencia no sea el mismo que el de la economía en desarrollo, lo que puede conllevar efectos perversos. Por ejemplo, el auge económico estadounidense de la década de los noventa presionó el dólar a una revaluación respecto al yen y a las monedas europeas. Esta fortaleza del dólar no necesariamente convenía a los países en desarrollo que mantenían atada su moneda al dólar, ya que sus exportaciones perdían competitividad desacelerando el crecimiento económico y generando desempleo.

Otro elemento, es que el crecimiento de la productividad en un país desarrollado no es el mismo que el de un país en vías de desarrollo. Esta diferencia en las productividades de ambos países afectan la variación de los precios internos y finalmente el fortalecimiento o debilitamiento de los términos de intercambio de cada país. Para un país cuya productividad no sea alta, los términos de intercambio se verán deteriorados respecto a los países que tengan una productividad mayor, incidiendo en la competitividad de los productos del país con menor productividad.

La única alternativa que tendrá este país para participar de los beneficios del comercio mundial será devaluar su tipo de cambio y así hacer sus productos más baratos en el mercado mundial. Si dicho país renuncia a la opción de devaluar su tipo de cambio, adoptando un tipo de cambio fijo o dolarizando su economía, también renunciará a la oportunidad de insertarse exitosamente en los mercados internacionales.

Ejemplos de países que no pudieron reaccionar ante choques externos dado su compromiso de mantener un tipo de cambio fijo, son Argentina durante toda la década de los noventa y Hong Kong frente a la crisis asiática. Argentina no logró amortiguar los efectos de la crisis mexicana en 1994, año en que México devaluó su moneda y salió rápidamente de la crisis. Por su parte, Hong Kong en 1998 mantuvo su convertibilidad fijada desde más de una década antes, sufriendo una caída de más de 8% del PIB en 1999.

Para que un tipo de cambio atado a otra moneda sea exitoso, es necesario que el país en cuestión tenga su economía estrechamente ligada a la del país referencia, y los dos países presenten ciclos económicos similares.

Por otra parte, los países deben guardar cierta discrecionalidad frente a su política monetaria, ya que toda nación es vulnerable a las catástrofes natura-

les, como terremotos, inundaciones, o aun frente a acciones terroristas. Por ejemplo, un país dolarizado que no posea los recursos necesarios para afrontar una tragedia tendrá que endeudarse para poder hacer frente al problema. Si guardara la potestad de emitir moneda nacional, podría aumentar el gasto público por esta vía ayudar a los damnificados.

Como apunta [Fischer 2001] el tipo de cambio, fijo o flexible, ha sido un factor importante en el desempeño de la mayoría de países, y en especial ha incidido de forma fundamental en el modo en que los países enfrentan los choques externos. La experiencia muestra los tipos de cambio fijo – especialmente los atados al dólar estadounidense [Calvo1999]– estuvieron presentes durante las crisis económicas, por ejemplo en México en 1994, Tailandia, Indonesia y Corea en 1997, Rusia y Brasil en 1998, Argentina y Turquía en 2000 y 2001; mientras que en otras ocasiones los tipos de cambio flexibles ayudaron a los países a superar las crisis, por ejemplo en Sur África, Israel, México y Turquía en 1998.

En general, los únicos países dolarizados en el mundo hasta el 2000 son países de economías relativamente pequeñas: Panamá, Islas Marshall, Palau, Micronesia, y otras pequeñas islas. Hasta el momento ningún país de tamaño mediano, o grande, ha dolarizado su economía. Desde el 9 de enero de 2000 Ecuador tomó la decisión, unilateral, de adoptar el dólar como moneda nacional, por lo cual hasta el momento no hay evidencia empírica sobre la conveniencia o no de dolarizar una economía de un tamaño mediano o grande. El Salvador tomó similar decisión en 2001.

Pese a esto, economías como la argentina se han empeñado en mantener un tipo de cambio extremadamente fijo, casi dolarizado, como la caja de conversión. Los resultados de dicha política, hasta el momento, no han sido muy dicentes acerca de los beneficios reportados.

Frente a todos los inconvenientes que se tienen al mantener un tipo de cambio fijo, y frente a la incertidumbre que genera en los inversionistas y empresarios la flexibilidad del tipo de cambio, Sachs y Larrain [1999] proponen la creación y consolidación de monedas regionales. Según sus proponentes la medida sería conveniente para países que tienen gran volumen de comercio entre ellos, como lo hizo la Unión Europea y como podría hacerlo el MERCOSUR y algunos países asiáticos.

## 2.2 La *currency board* en Argentina

A finales de los años 80, la economía argentina atravesaba la peor crisis económica del siglo. Hiperinflación y altas tasas de desempleo. En tal contexto, el gobierno argentino optó por tomar una radical decisión para lograr la estabilidad de sus variables macroeconómicas: la convertibilidad de su moneda con el dólar americano (marzo de 1991), medida que fue hecha ley de la nación. El experimento funcionó relativamente bien hasta 1994 cuando se desató la crisis mexicana.

Como producto de la crisis mexicana las autoridades de ese país se vieron obligadas a efectuar una drástica devaluación del peso y abandonar el régimen de cambio fijo que operaba en ese país antes de la crisis. Argentina, al haber adoptado la convertibilidad, no podía devaluar para defenderse del coletazo mexicano, sin embargo, logró superar la crisis regional a través de privatizaciones, reducciones salariales (el famoso bono patriótico), aumento en los impuestos y austeridad fiscal y un paquete externo de financiamiento de emergencia.

Los efectos más notorios del régimen de convertibilidad fueron el aumento del desempleo del 6% al 20% y del subempleo –el cual era casi inexistente en 1990– al 20% al finalizar la década, enajenación de las empresas públicas (privatizaciones de petróleo, energía eléctrica, telefonía, puertos...), incremento exorbitante de la deuda externa de 60 a 140 mil millones de dólares en diez años, quiebra y éxodo masivo de las empresas que perdieron competitividad por la imposibilidad de mover el tipo de cambio [Luque 1999].

La caja de conversión en Argentina logró disminuir notablemente la inflación, sin embargo, este proceso vino acompañado de un dramático deterioro de los términos de intercambio (precios relativos entre bienes transables y no transables) que causó serios problemas en la competitividad del país [Calcagno *et al.* 2001].

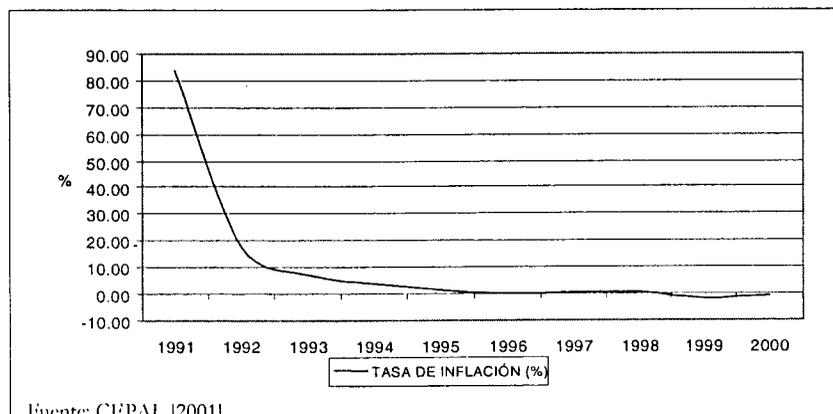
Las estadísticas evidencian los serios problemas estructurales de la economía argentina a lo largo de la década de los noventa bajo el régimen de convertibilidad. El crecimiento del PIB no tuvo un gran desempeño; si bien Argentina tuvo destacadas tasas de crecimiento al principio de la década, la dinámica en el crecimiento se fue diluyendo en los años siguientes. En 1995 el país entró en recesión como producto de los problemas regionales iniciados

en México en 1994, y en 1999 por el efecto de la crisis de Brasil padeció otro periodo recesivo; y recientemente en junio de 2001 tuvo serios problemas por su abultado déficit fiscal. La imposibilidad de seguir pagando la cuantiosa deuda externa y la profunda recesión económica, desembocaron en una aguda crisis política, que obligó al presidente De la Rúa a renunciar y finalmente a abolir el régimen de convertibilidad.

Es innegable que la puesta en marcha del sistema de convertibilidad sirvió para bajar la tasa de inflación desde niveles de más de 3 dígitos a niveles cercanos a cero. Sin embargo, como producto de la recesión económica, en los últimos dos años la economía argentina ha experimentado un fenómeno de deflación que preocupa enormemente al sector real de la economía. Disminuir la inflación no siempre es bueno, especialmente a niveles menores a la inflación que pueda mantener en el largo plazo la economía, que en ningún caso deben ser niveles negativos.

La convertibilidad en Argentina ha traído la estabilidad en los precios internos. Sin embargo, la ganancia en estabilidad se ha traducido en una profunda vulnerabilidad externa. La economía argentina cayó en recesión como consecuencia de los choques externos de la crisis mexicana y brasilera; además, los términos de intercambio (tipo de cambio real) mostraron tendencia a la revaluación la mayor parte de la década, profundizando la recesión y deteriorando la posición externa del país.

GRÁFICO 3  
TASA DE INFLACIÓN EN ARGENTINA

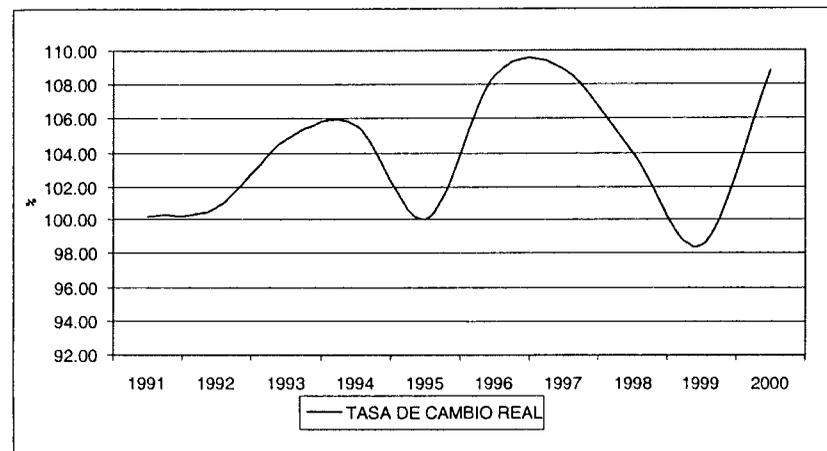


Fuente: CEPAL, [2001]

No hay que olvidar que una moneda revaluada es un riesgo presente cuando se tiene un régimen de cambio fijo. Por ejemplo, algunas economías asiáticas con tipos de cambio referenciados al dólar, pese a su gran productividad y competitividad, no pudieron soportar la apreciación del dólar en 1997 y sucumbieron en una grave crisis cambiaria y financiera, que a la postre obligó a abandonar la paridad cambiaria.

Esto se evidencia en una pronunciada caída de las exportaciones argentinas durante la década, y una menor acumulación de reservas internacionales. Para una economía que mantiene un sistema de caja de conversión, la des- acumulación de reservas internacionales significa una severa restricción monetaria.

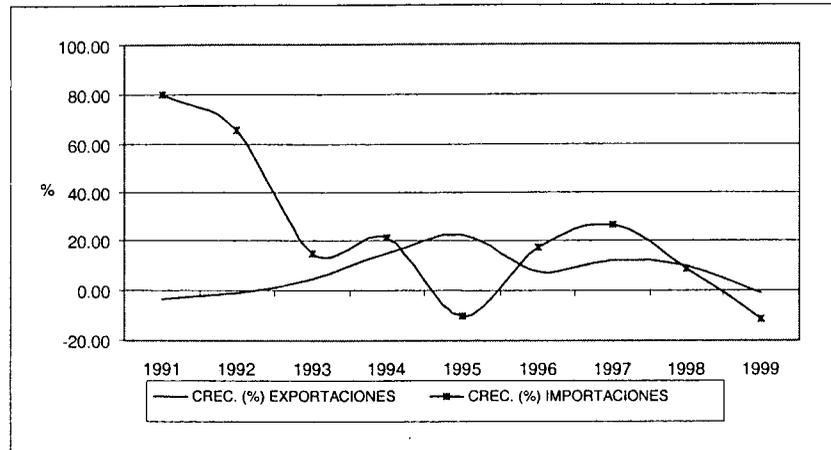
GRÁFICO 4  
TIPO DE CAMBIO REAL EN ARGENTINA



Fuente: CEPAL [2001]

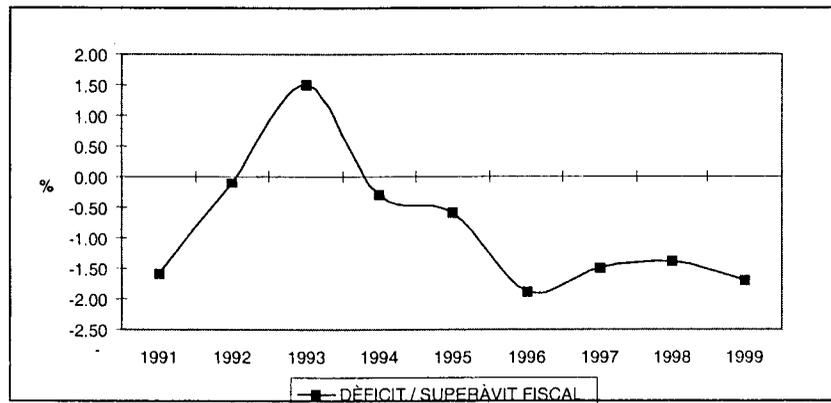
Los efectos de la menor liquidez en la economía no se hicieron esperar. Para financiarse en medio de un contexto recesivo por los menores ingresos por impuestos y aranceles, y bajo la imposibilidad de emitir, el gobierno se vio obligado a financiar su déficit fiscal endeudándose en el exterior. Ante un mayor déficit, una mayor deuda, convirtiéndose el proceso en un juego Ponzi.

GRÁFICO 5  
CRECIMIENTO EXPORTACIONES E IMPORTACIONES



Fuente: CEPAL [2001]

GRÁFICO 6  
DÉFICIT / SUPERAVIT FISCAL



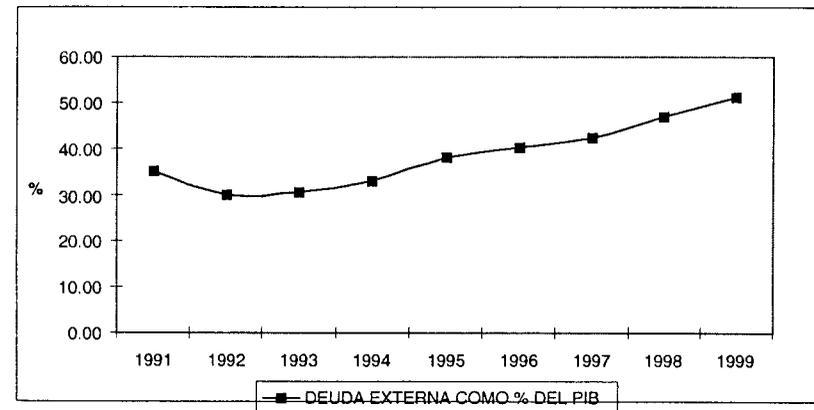
Fuente: CEPAL [2001]

La deuda externa argentina pasó de ser un poco más de US\$50,000.0 a principios de la década a estar alrededor de US\$150,000.0 en millones el 2000, es decir, la deuda externa se triplicó.

Ante una restricción monetaria como la que causa la creación de la caja de convertibilidad, la única forma de proveer liquidez a la economía es por medio de deuda externa, mayores flujos de inversión extranjera y los pagos por exportaciones. Sin embargo, hemos visto que la inversión en Argentina ha estado deprimida la mayor parte de la década, y las exportaciones no han mantenido un crecimiento sostenido.

Por tanto, la mayor deuda externa es el mecanismo por el que se ha venido financiando la economía argentina. La pregunta es: ¿es sostenible este mecanismo? La experiencia de finales de 2001 mostró que no es sostenible tal situación.

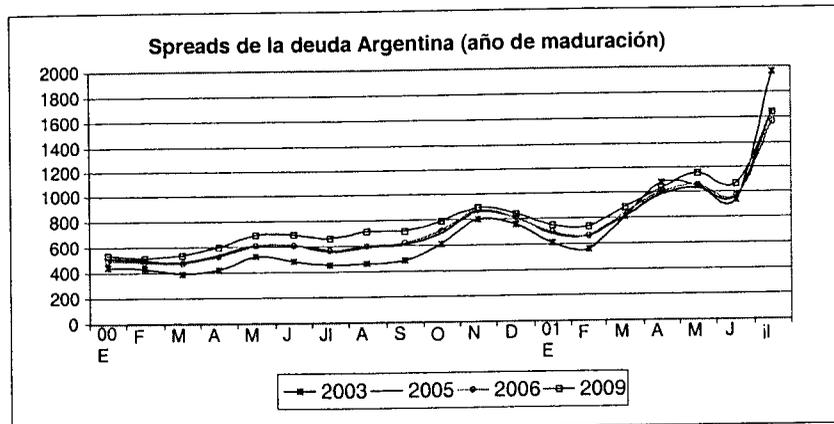
GRÁFICO 7  
DEUDA EXTERNA ARGENTINA COMO % DEL PIB



Fuente: CEPAL 2001

Si los ingresos por exportaciones son cada vez menores, y los flujos de inversión extranjera no parecen reactivarse, la política de mantener una cada vez mayor deuda externa a tasas de interés (spreads) mayores no es sostenible.

GRÁFICO 8  
SPREADS DE LA DEUDA DE ARGENTINA



Fuente: CEPAL [2001]

En los meses de julio y agosto de 2001 Argentina entró en una grave crisis de financiamiento externo debido a la mayor incertidumbre sobre su desempeño económico y la cada vez mayor deuda externa. Las autoridades económicas se vieron obligadas a tomar medidas de choque como reducir los salarios estatales y adoptar un tipo de cambio diferencial. Es posible que la viabilidad del régimen de convertibilidad esté en entredicho, ya sea por los choques externos a la economía o por la inestabilidad interna que produce un alto desempleo y una debacle económica por más de dos años consecutivos.

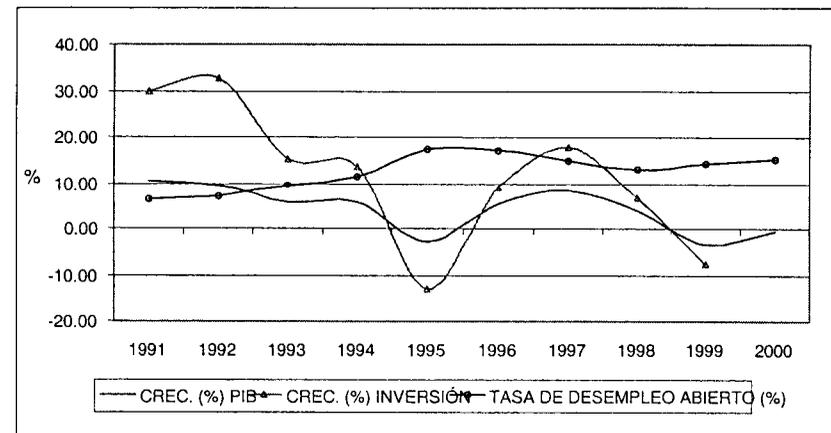
Una conclusión importante que se puede obtener del análisis de las cifras argentinas es que la estabilidad de precios no equivale a estabilidad económica. En Argentina, el sistema de convertibilidad generó una estabilidad de precios y estabilidad cambiaria pero generó a la vez inestabilidad en el crecimiento económico y un problema de desempleo sin precedentes.

A raíz de la puesta en marcha del sistema de convertibilidad se revaluó el tipo de cambio real, afectando el ingreso por exportaciones y, en general, el país se desestabilizó lo suficiente para que los flujos de capital extranjero se volvieran muy volátiles y cada vez menores. Estos dos fenómenos combinados afectaron la base monetaria del país (que depende de la cantidad de divisas que ingresen) restringiendo en menos crédito doméstico, que a la postre afectó el crecimiento del producto interno. Además, la falta

de ajuste en el tipo de cambio, para corregir el deterioro en los términos de intercambio, requirió que el ajuste se diera en el sector real generando menos crecimiento, contracción en la inversión y un mayor desempleo [Calcagno *et al.* 2001].

Una importante lección que ha dejado la convertibilidad en Argentina es que los sistemas cambiarios superfijos no funcionan adecuadamente bajo simultáneos déficits fiscales y/o comerciales [Calcagno *et al.* 2001]. Irónicamente, la convertibilidad buscaba la disciplina fiscal, pero frente al poco crecimiento de la economía, el gobierno incrementó el gasto público financiándose con una mayor deuda externa pues con menos crecimiento hay menos ingresos tributarios. A la vez, la revaluación del tipo de cambio real incrementó las importaciones y redujo las exportaciones, evidenciando un fuerte déficit en cuenta corriente. En suma, la convertibilidad buscaba el equilibrio y estabilidad económica, y finalmente logró un mayor déficit comercial y un déficit fiscal insostenible, consecuencias que actualmente Argentina está pagando a un costo muy alto.

GRÁFICO 9  
EL PIB, LA INVERSIÓN Y LA TASA DE DESEMPLEO EN ARGENTINA EN LOS 90S



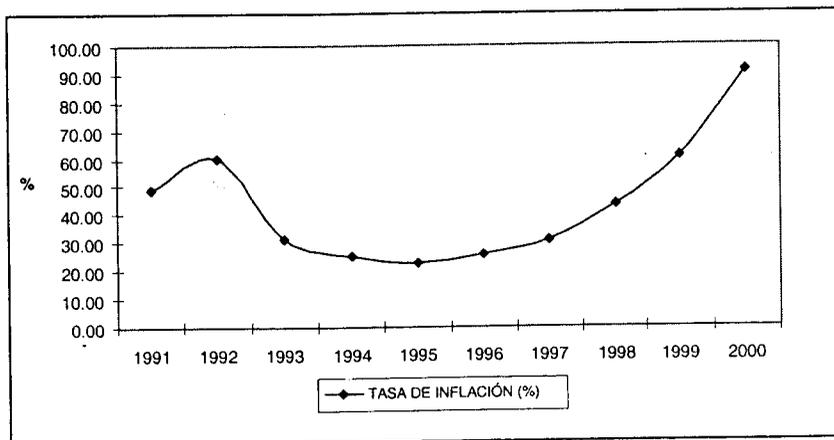
Fuente: CEPAL [2001]

### 2.3 La dolarización ecuatoriana

La dolarización en Ecuador, a diferencia de Argentina, no trajo una rápida disminución de la inflación, lo que lleva a pensar que si esta tendencia a la alta inflación persiste en ese país, los términos de intercambio de la economía se deteriorarán rápidamente con graves consecuencias al sector exportador de la economía, similar a lo que sucedió en Argentina durante toda la década de los noventa [Calcagno *et al.* 2001]. Ecuador es un caso especial en la región latinoamericana, ya que fue el único país de la región que no disminuyó ostensiblemente su nivel de inflación durante los noventa, y por el contrario se disparó a tasas de más del 80% anual.

La inflación en Ecuador llegó a 91% en el 2000, mientras que la de Estados Unidos fue tan sólo de 3.4%, y esta diferencia representa una pérdida de competitividad muy significativa para las exportaciones ecuatorianas. Aun, con altos precios del petróleo, los ingresos por exportaciones no serán suficientes para irrigar liquidez a la economía e incrementar o mantener la base monetaria, obligando al Ecuador a endeudarse en el exterior en el caso que los precios internacionales del petróleo caigan.

GRÁFICO 10  
EVOLUCIÓN TASA DE INFLACIÓN EN ECUADOR

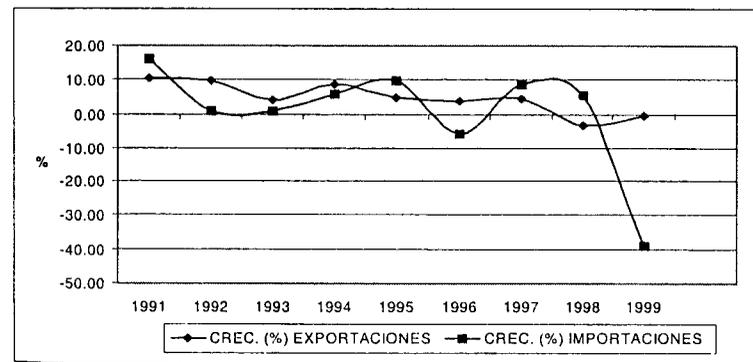


Fuente: CEPAL [2001]

La otra forma de dar liquidez a la economía ecuatoriana es el ingreso de capital extranjero, sin embargo, la inversión extranjera en ese país no es suficiente para satisfacer la demanda por efectivo. Además, dado el importante peso relativo del Estado en las economías latinoamericanas, la única vía de irrigar liquidez a la economía es incrementar la deuda externa neta. Esta medida es contradictoria, ya que entre más deuda adquiera el país, más egresos por concepto de amortizaciones e intereses tendrá que hacer en el mediano plazo, haciéndose insostenible en el largo plazo, y que finalmente desembocará en la inestabilidad del régimen de dolarización.

Evidencia de lo anterior ofrece Salgado [2001], cuando muestra cómo en los últimos 13 años Ecuador ha hecho una transferencia neta de recursos al exterior, acompañado de un incremento en la deuda externa pública neta. Ello sugiere que en el mediano plazo la economía ecuatoriana sufrirá un grave problema de iliquidez, si los ingresos por exportaciones, transferencias e inversión extranjera no crecen al ritmo de las necesidades. Hasta el momento ese déficit se ha financiado con un superávit en la cuenta corriente, gracias a los buenos precios del petróleo, y a un gran volumen de transferencias a ese país que hacen sus inmigrantes. Sin embargo, la economía ecuatoriana ha mostrado en el 2001 tendencia hacia el déficit comercial, producto de un menor dinamismo de las exportaciones y un incremento en las importaciones, que hace pensar en un problema de iliquidez en el mediano plazo, dada la poca inversión extranjera en ese país.

GRÁFICO 11  
ECUADOR: CRECIMIENTO (%) DE LA EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

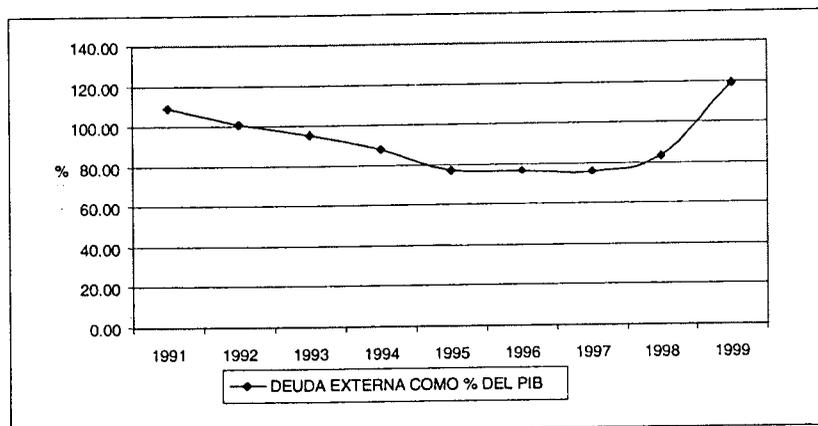


Fuente: CEPAL [2001]

En un contexto de dolarización, la transferencia neta de dinero al exterior puede llevar a la economía a un proceso de deflación producto de la iliquidez, afectando la actividad productiva, las tasas de interés, el empleo y la estabilidad del sistema financiero local [Salgado 2001].

Las estadísticas con las que contamos muestran que durante la mayor parte de la década de los noventa, Ecuador, aun cuando no había dolarizado, mantuvo una modesta tasa de crecimiento del PIB, moderados niveles de desempleo y una sostenida baja formación bruta de capital.

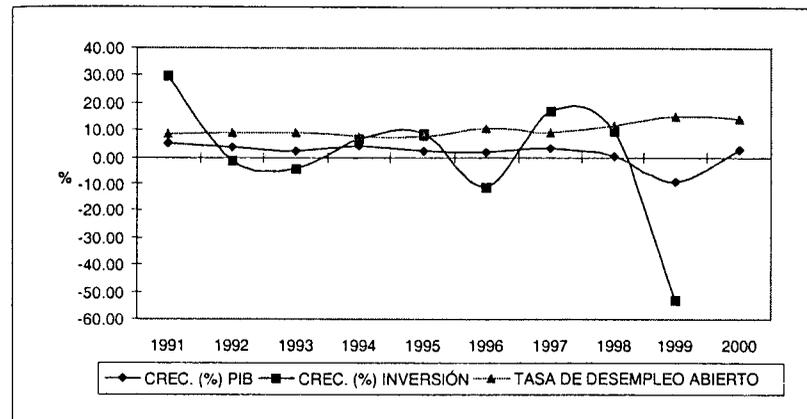
GRÁFICO 12  
ECUADOR: DEUDA EXTERNA COMO % PIB



Fuente: CEPAL [2001]

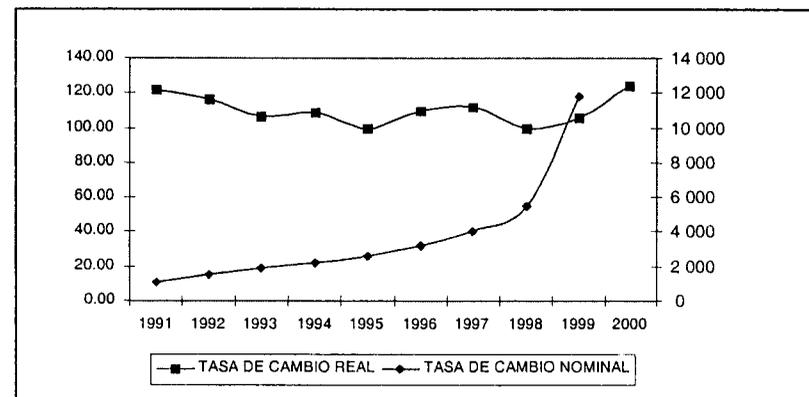
En general, el comportamiento de las variables reales en Ecuador mantuvo los mismos patrones de toda la región latinoamericana; viéndose afectado por los choques externos de la crisis mexicana en 1994 y por la crisis asiática en 1998.

GRÁFICO 13  
COMPORTAMIENTO DEL PIB, INVERSIÓN Y DESEMPLEO EN ECUADOR



Fuente: CEPAL [2001]

GRÁFICO 14  
EVOLUCIÓN TIPODE CAMBIO REAL Y NOMINAL

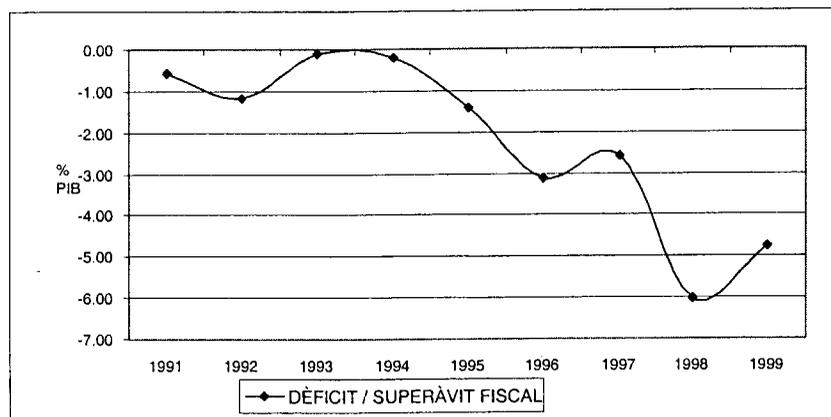


Fuente: CEPAL [2001]

Uno de los mayores problemas que enfrenta Ecuador es la revaluación de su tipo de cambio real. Si este precio sigue con esa tendencia, el país verá deteriorada su posición externa, y al mermarse el valor de sus exportaciones el sistema de dolarización pierde su robustez ya que se produce un efecto de menor liquidez en la economía. El problema no parece tener solución a la vista en el corto plazo, dada la alta inflación del país y a la rigidez en el tipo de cambio nominal.

El problema para Ecuador es aun mayor si se tiene en cuenta el déficit fiscal creciente. El país está comenzando a mostrar algunos síntomas de recuperación de la actividad económica; sin embargo, el mayor ingreso por impuestos no logra financiar los gastos del gobierno, teniendo que acudir al crédito externo.

GRÁFICO 15  
DEFICIT / SUPERAVIT FISCAL



Fuente: CEPAL [2001]

Como dijimos anteriormente, el financiamiento de la actividad estatal con mayor deuda externa no es sostenible en el largo plazo si se está en un contexto de dolarización. Al dolarizar la economía, la liquidez dependerá de los ingresos de la deuda, de los ingresos por exportaciones y de los flujos de capital externo. En un estado de recesión nacional o mundial, el país se vuelve muy vulnerable a los choques externos, haciendo que el sistema de dolarización sea insostenible o tenga graves consecuencias en el sector real.

Es posible que en el caso ecuatoriano la única salida a la crisis hubiera sido la de adoptar un ancla cambiaria, o dolarizar plenamente la economía. Beckerman [2001] hace una excelente descripción de la evolución de la crisis ecuatoriana durante los años precedentes a la dolarización en 2000 y argumenta que si Ecuador no hubiera dolarizado su economía “la hiperinflación hubiese estado asegurada”, es decir, después de la gran inestabilidad en las variables macro que sufrió Ecuador durante 1999, las autoridades económicas tuvieron que escoger entre un proceso hiperinflacionario o dolarizar.

Sin embargo, como lo señala Beckerman, “al dolarizarse, Ecuador ha renunciado a la política cambiaria y ha limitado la posibilidad de utilizar cualquier cosa parecida a la política monetaria. El 'mecanismo Hume' y el ajuste monetario y bancario deberán ahora llevar el peso de los choques externos. Las autoridades no podrán cambiar el tipo de cambio efectivo”.

Es decir, ante choques externos, el ajuste en la economía ecuatoriana recaerá en las variables reales, al no poder hacerse en las nominales. Ya no se hablará de incrementos o caídas en el tipo de cambio o en la tasa de inflación, sino de incrementos del desempleo, caídas del salario real y aumentos en la pobreza.

Lo encontrado al analizar las estadísticas de Argentina y Ecuador contrasta con los beneficios supuestos de adoptar un régimen cambiario superfijo, y contrasta con lo observado en otros países de la región, que teniendo regímenes cambiarios distintos lograron un desempeño económico similar.

En general, se observa una tendencia a la revaluación del tipo de cambio real en la mayoría de países, especialmente en Brasil, Argentina, México y Chile, al igual que en Colombia para la primera mitad de la década. Los países que mantienen un tipo de cambio discrecional han sido activos en su política cambiaria, destacándose Chile, Brasil y México con políticas devaluacionistas del tipo de cambio nominal, particularmente en los períodos siguientes a las crisis mexicana y asiática.

Se encuentra una marcada tendencia a tener cada vez un crecimiento menor. Se identifican dos eventos: la crisis mexicana en 1994 que afectó a Argentina, Brasil, Chile y Panamá. Y la crisis asiática a finales de la década que incidió negativamente en el comportamiento de Argentina, Brasil, Chile y Ecuador. Estos dos ciclos recesivos de la economía mundial, que tuvieron efectos en el crecimiento de la región, coinciden a su vez con el comportamien-

to observado en la política cambiaria de cada uno de los países. En general, se encuentra que todos los países que podían hacer uso discrecional de su tipo de cambio devaluaron nominalmente en los eventos recesivos, sobresaliendo la devaluación mexicana toda la segunda mitad de la década, y la devaluación colombiana, brasileña y chilena después de la crisis asiática.

Edwards [2001] encuentra que los países dolarizados tuvieron tasas de crecimiento sustancialmente menores que los países con regímenes más flexibles durante la década de los noventa. Por otra parte se encuentra, igual que Edwards, que la estabilidad en el crecimiento de los países con regímenes cambiarios discretos fue mayor que la de los países con sistemas dolarizados, particularmente Argentina.

El efecto recesivo de un bajo crecimiento y un tipo de cambio real con tendencia a la apreciación se ve reflejado en una tasa de crecimiento cada vez menor que la inversión y en el aumento generalizado del desempleo en la región.

Para todos los países analizados el crecimiento de la inversión en toda la década tiene una tendencia negativa, sobresaliendo el caso de Brasil, Colombia, Chile y Ecuador como los más negativos. Con un bajo crecimiento y una cada vez menor formación de capital fijo en la región, lo lógico es que la tasa de desempleo se dispare como ocurrió en casi todos los países, a excepción de Panamá. Por su parte, Brasil y México lograron mantener tasas de crecimiento relativamente altas para los promedios de la región.

El desempleo se agudizó en todos los países, excepto Panamá, sobresaliendo el caso de Argentina, y los ya analizados de Colombia y Ecuador. Por su parte, Argentina y Panamá tuvieron la tasa de desempleo más alta para los siete países analizados, mientras que México y Brasil tuvieron el promedio de desempleo más bajo en toda la década. Como tal, no se observa una relación entre mayor empleo y tipo de cambio fijo, como dicen los argumentos a favor de los tipos de cambio ultrafijos como la dolarización o la caja de conversión.

En Argentina, que tiene un régimen cambiario extremadamente fijo, la tasa de inflación logró bajarse a un dígito en menos de dos años, lo cual es un logro del sistema. Por su parte México, después de la crisis financiera y cambiaria de 1994, sufrió una aguda inflación, logrando reducirla en la segunda mitad de la década a niveles relativamente moderados; y este proceso estuvo acompañado de una política cambiaria devaluacionista.

El caso brasilero es muy ilustrativo, ya que pudo hacer retroceder el proceso hiperinflacionario de principios de la década, a la vez que se hizo una profunda devaluación del tipo de cambio nominal.

En general, se encuentra que todos los países que tenían tipos de cambio no fijos, redujeron sustancialmente sus niveles de inflación. No puede decirse que esto haya sido un logro de la política cambiaria o monetaria del país ya que otros factores pudieron influir, como el bajo crecimiento y el alto desempleo. Lo que se puede afirmar es que sin importar el régimen cambiario, los países disminuyeron sustancialmente la tasa de inflación de sus economías [Edwards 2001]. Con una muestra más amplia de países se encuentra que los países dolarizados tienen tasas de inflación sustancialmente menores que otros países en desarrollo; sin embargo, este resultado sólo aplica para Panamá en la región latinoamericana.

Evidentemente, la menor tasa de inflación de las economías analizadas no alcanzó a contrarrestar el proceso de apreciación de la tasa de cambio real. Si consideramos que se mantuvo una política devaluacionista del tipo de cambio nominal y se redujeron los niveles de inflación doméstica ostensiblemente, habría que buscar en otros factores las causas de la revaluación real que sufrieron la mayoría de economías durante la década.

Por otra parte, la tasa de interés real de colocación ha mantenido una tendencia creciente en todos los países. Si bien Brasil redujo sustancialmente los niveles de tasa de interés, después de dicha reducción, la tendencia ha sido creciente.

Estos altos niveles de tasa de interés explican, en parte, la tendencia a la caída de la inversión en los países y la preferencia por políticas devaluacionistas. Sin embargo, lo importante es ver que para Argentina, que mantuvo un tipo de cambio fijo, la tasa de interés también fue creciente; es decir, no se encuentra gran diferencia en el comportamiento de la tasa de interés en los países con diferentes regímenes cambiarios.

Por su parte, la variación de reservas internacionales en los países fue positiva para prácticamente todos. Es decir, los países latinoamericanos durante la década de los noventa recibieron grandes cantidades de divisas, pese a sus problemas de poco crecimiento, baja inversión en capital fijo y alto desempleo.

La razón puede encontrarse en que la mayor parte de esas divisas lleguen por transferencias de emigrantes, y por la creciente inversión en portafolios financieros de corto plazo que aprovechan las altas tasas de interés prevalecientes en la región.

Desafortunadamente no se dispone de información de acumulación de reserva internacionales para Argentina ni Panamá. Al analizar las cifras para los otros cinco países se observa que si bien se acumularon reservas en la mayor parte de la década, durante los períodos siguientes a la crisis mexicana y asiática (1995 y 1998) todos los países desacumularon reservas.

Esto nos da una idea de la forma en que los países superaron las dificultades de financiamiento internacional que representaron estas crisis. Edwards [2001] encuentra que ninguno de los países por él analizados, entre dolarizados y no dolarizados, pudieron aislar los efectos en cuenta corriente de las crisis internacionales, lo que a la postre se refleja en shocks en la acumulación de reservas internacionales.

Al analizar el crecimiento de las exportaciones e importaciones se encuentran varios hechos interesantes. A pesar de las políticas devaluacionistas del tipo de cambio nominal, el crecimiento de las exportaciones cada vez es menor. Para finales de la década el comportamiento de las exportaciones en Argentina, México y Brasil fue menos dinámico.

En Chile se observa el mismo fenómeno. Por su parte Panamá durante toda la década presentó poco dinamismo en las exportaciones, finalizando con una tendencia a la baja como se observa en los otros países. En general, se observa una generalizada caída en el crecimiento de las exportaciones de todos los países, sin importar su régimen cambiario. Este resultado es consistente con la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real observada en todos los países al finalizar la década.

En Brasil y México se observa una marcada tendencia al deterioro de la situación fiscal durante la década. El caso que más llama la atención es el brasilero, pues pasó de tener un relativo equilibrio fiscal en la primera mitad de la década para llegar a un déficit de más de siete puntos del PIB en 1998.

Chile no fue ajeno a esta tendencia y pasó de tener situaciones fiscales relativamente equilibradas a marcados déficit fiscales al final de la década, sobresaliendo el caso colombiano en la segunda mitad de los noventa. El défi-

cit fiscal en Panamá igualmente se agravó hacia finales de la década de los noventa.

En general, se observa que en todos los cuatro países objeto de análisis, se agravó la situación fiscal hacia finales de la década. Los dos países que mantuvieron atada la tasa de cambio durante la década pasaron de ser superavitarios a principios de los noventa a ser sistemáticamente deficitarios hacia finales de la década. El mejor desempeño fiscal lo logró Chile, que mantuvo una activa política económica durante toda la década.

La cada vez más preocupante situación fiscal es consistente con la mayor deuda externa en todos los países. Este mayor financiamiento internacional es el resultado de una alta tasa de interés interna en todos los países, y a la postre es el motor de la mayor acumulación de divisas observada. En general, se encuentra que la mayoría de los países (excepto México y Panamá) tuvieron un importante crecimiento de la deuda bruta externa.

Edwards [2001] encuentra que el record fiscal de los países en desarrollo, por él analizados, es similar. Para los cuatro países analizados aquí, se llega a la misma conclusión: la situación fiscal en todos los países ha tendido a agravarse, sobresaliendo el hecho de que Chile y México han tenido la situación fiscal más holgada.

Los spreads que paga cada país, y que representan el riesgo país de cada economía y son la medida de incertidumbre que el mercado financiero internacional tiene acerca de cada economía, tuvieron un comportamiento similar para casi todos los países analizados. Tal como dice Moreno [2001, 28] "esto indica que la respuesta de los mercados a los choques comunes no discrimina por las características idiosincráticas o particulares del régimen cambiario de cada país".

Por ejemplo, Argentina pagó una mayor tasa de interés en sus bonos que economías como Brasil, Colombia y México, que a diferencia de la argentina, no tienen un régimen de cambio fijo. Moreno [2001] cita otros casos como el de Panamá, dolarizada desde 1904, que pagó una prima más alta que Costa Rica, y el hecho de que Panamá tuvo déficit fiscales mayores que Chile, Costa Rica y Perú durante los 70s y 80s pese a la flexibilidad cambiaria de estos últimos países.

### 3. A MODO DE CONCLUSIÓN

La dolarización privilegia la estabilidad monetaria, sacrificando otros objetivos macroeconómicos como el crecimiento y el empleo, que son grandes problemas en los países latinoamericanos, pues los niveles de desempleo ya son elevados y la mayoría de sus bienes exportables son muy sensibles a variaciones en los precios internacionales de productos como el petróleo, algunos minerales, y otros *commodities*.

Para que la dolarización tenga sentido se requiere que los ciclos económicos de los países con economías dolarizadas estén altamente sincronizados, pues en caso contrario las políticas de la autoridad monetaria del país emisor pueden tener efectos contraproducentes en los mercados de los países involucrados.

Es innegable que para que la dolarización sea “exitosa” primero hay que resolver desequilibrios estructurales importantes que aquejan a las economías en desarrollo, especialmente en el campo institucional, social y político, no sólo en el campo económico.

La pregunta es, entonces, si la dolarización es exitosa en un escenario sin desequilibrios estructurales, para qué dolarizar si al corregir dichos desequilibrios se podrían perseguir los objetivos de crecimiento y desarrollo económico? Además, sería un retroceso inmenso en la consolidación de la integración regional, abandonando cualquier proyecto de unificación monetaria (p. Ej. peso andino<sup>11</sup>).

En vez de admitir injustificadamente nuestra incompetencia para manejar la política económica deberíamos seguir en la búsqueda de la integración regional en las esferas comercial, política y monetaria para así consolidar un bloque económico. Evidentemente, el camino para lograr un desarrollo socioeconómico benéfico para América Latina no está a la vuelta de la esquina y es, seguramente, un proceso lento y difícil, pero posible.

Una lección importante sobre el análisis de las ventajas y desventajas de la dolarización es que el debate se ha dado en torno a poca evidencia empírica

<sup>11</sup> Sobre este tema se recomienda el trabajo de Khoudour, D. [1999]:

e histórica.<sup>12</sup> Por ejemplo, Edwards [2001] encuentra, por medio de técnicas econométricas, que para Panamá los shocks en los términos de intercambio y las fluctuaciones de la cuenta corriente han sido más costosos en términos de menor crecimiento y menor inversión que para los otros países en desarrollo no dolarizados.

Otro punto importante es que las ventajas de un régimen cambiario deben evaluarse en tiempos de problemas financieros y dificultades de financiamiento internacional; pues en tiempos de bonanza cualquier régimen funcionará. La prueba real llega cuando el país requiere un ajuste ante condiciones internacionales adversas, entonces se evalúan cuales son los instrumentos y la estructura que el régimen cambiario ofrece para que el proceso de ajuste sea más suave y menos costoso en términos reales (producción, empleo, salarios, pobreza) [Calcagno *et al.* 2001].

En un contexto de crisis internacional un sistema cambiario superfijo (como la dolarización o la convertibilidad) introduce rigideces que limitan la capacidad de la economía para ajustarse al cambiante entorno internacional, especialmente en los mercados financieros. En otras palabras, el sistema superfijo puede ser capaz de eliminar el riesgo cambiario por varios años pero a la vez puede incrementar dramáticamente el riesgo de incumplimiento de la deuda lo que puede significar una insostenibilidad del régimen cambiario.

Como concluye Calcagno *et al.* [2001], los regímenes cambiarios ultrafijos, como la dolarización en Ecuador o la convertibilidad en Argentina, son buenos mecanismos para estabilizar altas inflaciones y esquemas útiles para introducir cambios estructurales en la economía, sin embargo, no parecen ser regímenes que se puedan mantener en el largo plazo. La pérdida en competitividad y el sobreendeudamiento de las economías conlleva un mayor riesgo cambiario. Como consecuencia, queda abierta la pregunta de cómo harán estas economías para pasarse a otro régimen cambiario. El costo que Argentina pagó en el primer trimestre de 2001 se reflejó en una impor-

<sup>12</sup> Para Edwards [2001] los economistas que apoyan la dolarización de las economías emergentes rara vez dicen explícitamente cuáles políticas se deben implementar para complementar la reforma, ni se refieren en detalle a los costos que pueden resultar de adoptar una nueva moneda. “Es equivalente a un médico que prescribe una droga, sin explicitar los pasos que debe seguir el paciente (por ejemplo, estar en cama, no tomar alcohol), y no explican cuales son los efectos colaterales, ni cuál es la tasa de éxitos en pruebas clínicas”.

tante reducción del ingreso real de la población, inestabilidad política, reducción del gasto público, alto desempleo e incremento de la pobreza.

También es importante resaltar el hecho de que el desempeño de países como Chile, Brasil y México ha sido bastante exitoso y mucho mejor que el promedio latinoamericano, y han logrado estabilizar sus economías y sobrellevar los choques externos sin necesidad de sacrificar su política cambiaria.

La mayoría de países latinoamericanos sin tener un régimen cambiario superfiijo, lograron reducir la inflación a niveles de un dígito a través de diferentes políticas, entre las que se cuenta la inflación objetivo y el ancla cambiaria. Es el caso de países como Colombia, Brasil, México y Chile. Sin embargo, la problemática de las economías latinoamericanas va más allá de la estabilidad de precios y estabilidad cambiaria.

[Se sabe sobre] el papel positivo de ancla que tiene dolarizar economías altamente inestables –altas inflaciones y enormes huecos financieros y monetarios–, como fue el caso de Argentina y Ecuador, o de Bolivia en los ochentas. Sin embargo, [...] tener una tasa de cambio fija no garantiza que se lleven a cabo las reformas fiscales que no ha sido posible tramitar por cuenta de las coyunturas políticas. [...] el caso de Panamá, donde se demostró que no existía una rigidez causal que garantizara que con la dolarización se inducirían reformas en otros campos. [...] Brasil ha logrado avances en su cuentas fiscales, a pesar de que opera bajo un sistema de cambio flexible [Londoño citado en *Revista Economía Colombiana y Coyuntura Política*, 2001].

La evidencia empírica no respalda de forma incuestionable el mejor desempeño y mayor estabilidad de las economías con tipos de cambio ultrafijos, por tanto, la decisión o no de adoptar un régimen cambiario de esta naturaleza obedece a otros criterios. Es también razonable la posición de Moreno cuando dice que “la apuesta por la dolarización se fundamenta en criterios ideológicos y políticos, más que en razones y criterios técnicos con incuestionable respaldo empírico” [Moreno 2001, 28].

Si bien la dolarización es un mecanismo efectivo para evitar los procesos hiperinflacionarios, no es el único. En el caso particular de Ecuador, y en general para todos los países en vías de desarrollo, la salida puede ser optar por un ancla cambiaria que, de forma temporal, fije el tipo de cambio y estabilice los mercados. No creemos que haya necesidad de sacrificar la política monetaria y cambiaria en aras de la estabilidad.

Como ya se dijo, la estabilidad económica la han logrado otros países sin abandonar la moneda local. Es posible que se de la necesidad de atarse las manos para evitar el derroche y asegurar la disciplina, sin embargo, para garantizar esto, no hay necesidad de amputarse las manos.

Como apuntan Ibarra *et al.*, bajo un régimen de tipo de cambio ultrafijo, o de dolarización, la responsabilidad de subsanar los choques externos queda únicamente en manos de la política fiscal. Es decir:

la política fiscal tendría las responsabilidades de, cuando sea necesario: 1) impulsar o desacelerar la economía; y 2) modificar la orientación de recursos entre bienes comerciables y no-comerciables. [...] Es decir, la política fiscal pierde de manera definitiva su función redistributiva –o incluso de corrección de externalidades. Con ello la dolarización sería un golpe adicional a las capacidades del Estado para incidir en la economía [Ibarra *et al.* 2001, 141].

El problema del déficit fiscal y la disciplina en el gasto público va más allá de cerrar la puerta a la emisión monetaria. El desempeño fiscal de la mayoría de países latinoamericanos fue similar, sin importar el régimen cambiario imperante y sus implicaciones sobre la discrecionalidad en la política monetaria. Prácticamente todos los países de Latinoamérica vieron aumentar su déficit fiscal durante los 90s, especialmente Ecuador, Argentina, e incluso Panamá.

En concordancia con lo expuesto por Miguel Urrutia [2001] Gerente General del Banco de la República de Colombia, “la clave del éxito de todo sistema cambiario es el diseño y ejecución de una política macroeconómica (monetaria y fiscal), y un funcionamiento de los mercados, compatible con él” [Urrutia 2001, 5]. Es importante notar que el éxito de un régimen cambiario depende de las especificidades de cada país, y no sólo de las políticas adoptadas según un modelo. Para Berg y Borenztein “la mayoría de los países de América Latina son bastante diferentes de los Estados Unidos en cuanto a estructura económicas, y es probable que no se beneficiarían mucho con la dolarización, a menos que integraran estrechamente sus mercados como en la Unión Europea” [Berg y Borenztein 2001, 3].

Sin embargo, para Marco Rodríguez<sup>13</sup> la independencia en la tasa de cambio no es un instrumento fuerte, de cara a un choque internacional relativamente importante. Es decir, para el caso colombiano la independencia monetaria

<sup>13</sup> Citado en *Revista Economía Colombiana y Coyuntura Política* [2001].

del país durante los noventa no trajo ventajas específicas sobre los países que no la tuvieron. Sin embargo, para el mismo Rodríguez, si no se hubiera tenido esa flexibilidad cambiaría la única respuesta que el país hubiera tenido ante los choques externos hubiera sido un ajuste en la tasa de cambio real, puesto que la tasa nominal no hubiera podido alterarse, tal como se hizo en realidad.

Es decir, con una tasa de cambio flexible se puede bajar el salario medido en dólares, pero con una tasa de cambio fija no puede hacerse. En consecuencia, con éste último esquema el ajuste inevitablemente induce al desempleo [Citado en *Revista Economía Colombiana y Coyuntura Política* 2001, 23].

En un trabajo de Miguel Urrutia [2001], se enfatiza la importancia que tiene analizar el problema de elección de un régimen cambiario en términos de la credibilidad de las autoridades monetarias y cambiarias. Urrutia concluye que la estrategia de “inflación objetivo” (inflation targeting), actualmente seguida en algunos países latinoamericanos, es un sistema similar al de tasa de cambio fija, donde el ancla nominal es la inflación objetivo, dejando flotar libremente el tipo de cambio.

Es decir, mientras en el sistema de tasa de cambio fija la meta es la tasa de cambio de la moneda nacional frente a una o varias monedas extranjeras, en el sistema de inflación objetivo la meta es la variación de los precios de una canasta de bienes y servicios.

Así, con los bienes transables como único componente de la canasta de bienes, el sistema de meta de inflación y de tasa de cambio fija tenderían a ser idénticos, pero como en la canasta de los consumidores hay un gran número de bienes no transables, en la práctica no son equivalentes y la tasa de cambio fluctúa [Urrutia 2001, 12].

De esta manera, el sistema de inflación objetivo elimina algunas de las debilidades que tiene un régimen cambiario flotante, sin necesidad de abandonar la política cambiaria y monetaria en aras de lograr ese propósito, ya que la política se subordina a la meta de inflación, asegurando que las autoridades no harán mal uso de esa potestad. En palabras de Urrutia:

el sistema de inflación objetivo tiene una ventaja importante sobre los esquemas 'duros' de tasa de cambio fija: la autoridad monetaria tiene libertad para luchar contra las recesiones y la deflación de precios y salarios. La discrecionalidad de la autoridad monetaria, sin embargo, está restringida por el compromiso público y la responsabilidad de las autoridades monetarias de alcanzar la meta de inflación [Urrutia 2001, 13].

El mismo Urrutia reconoce la debilidad del esquema de inflación objetivo en economías altamente dolarizadas en sus pasivos y/o activos. El mensaje es que se puede lograr la disciplina monetaria y fiscal en aras de lograr una meta de inflación, sin la necesidad de llegar al extremo de abandonar los instrumentos de política cambiaria y monetaria con que cuentan las autoridades económicas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acosta, Alberto. [2001]. *La trampa de la dolarización, reflexiones para una discusión latinoamericana*. Ponencia para el Seminario 'Régulation du système international: quelle place pour le FMI'. Asamblea Nacional Francesa, París, 22 y 23 de junio.
- Agenor, Pierre y Montiel, Peter. [1999]. *Development Macroeconomics*. Princeton University Press. Second Edition.
- Baliño, Tomás, Bennet, Adam y Borenztein, Eduardo. [1999]. *Monetary Policy in Dollarized Economies*. Fondo Monetario Internacional.
- Beckerman, Paul. [2001]. “La vía ecuatoriana hacia la dolarización”, *Revista Nueva Sociedad*, n. 172, marzo-abril, 111-124.
- Berg, Andrew y Borenztein, Eduardo. [2001]. “Ventajas e inconvenientes de la plena dolarización”, *Revista del Banco de la República de Colombia*, vol. LXXIV, n. 884, junio, 19-32.
- Calcagno, Alfredo, Manuelito, Sandra y Titelman, Daniel. [2001]. *Dolarización In Ecuador: A Parallel with the Argentine Convertibility System*, Paper presentado en el Seminario de Integración financiera y Monetaria, Kalamazoo College, Michigan, mayo, 11-12.
- Calvo, Guillermo y Reinhart, Carmen. [2000]. “Fixing of your Life”, *NBER Working Paper*, n. 8006, noviembre.
- Calvo, Guillermo. “On dollarization”. [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm)
- Calvo, Guillermo. [1999]. “Fixed Versus Flexible Exchange Rates. Preliminaries of a turn-of-Millennium Rematch”. [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm).

- CEPAL. [2001]. *Situación y Perspectivas. Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2000-2001*.
- Coeuré, Benoît y Pisani-Ferry, Jean. [1999]. "The case against benign neglect of exchange rate stability", *Finance and Development*, vol. 36, 3, 5-8.
- Chang, Roberto y Andrés Velasco. [2000]. "Exchange-Rate Policy for Developing Countries", *American Economic Review*, vol. 90, n. 2, mayo, 71-75.
- Edwards, Sebastián. [2001]. "Dollarization and economic performance an empirical investigation", *NBER* n. w8274, mayo.
- Fischer, Stanley. [2001]. "Exchange Rate Regimes, is the Bipolar View correct?", *Finance and Development*, junio.
- FMI. [1999]. "Dollarization: Fad or future for Latin America", *Economics Forum*, Washington D.C.
- Gallardo, Jorge. [1999]. "Los mitos de la convertibilidad", Serie Dialogando con líderes del siglo XXI, Guayaquil.
- Hausman, Ricardo. [1999]. "Dollarization: issues of implementation", Seminario de Opciones Cambiarias, BID.
- Ibarra, David *et al.* [2001]. "La dolarización, antecedentes y perspectivas para la economía mexicana", *Revista Nueva Sociedad*, n. 172, marzo-abril, 138-149.
- Khoudour, David. [1999]. *¿Una moneda única para A.L?* Colección pretextos, UEC.
- Levy-Yeyati, Eduardo y Sturzenegger, Federico. [2000]. *Exchange rate Regimes and Economic Performance*. Preliminary draft. Universidad Torcuato Di Tella, octubre.
- Luque, Alberto. [1999]. "Argentina y los mitos de la convertibilidad", *Revista Economía y Política*, n. 5. Cuenca.
- Mack, Connie. [1999]. "Fundamentos de la dolarización", Washington D.C.
- Meisel, Adolfo. [2001]. "El futuro de la moneda en Colombia: ¿cuándo dolarizar?", Ponencia presentada en el Seminario sobre Dolarización organizado por ANIF-FIDISARROLLO, Bogotá, mayo.

- Mendoza, Enrique. [1995]. "The terms of trade, the real exchange rate and economic fluctuations", *Economic Review*, vol. 36, n. 1, febrero, 101-137.
- Moreno, Alvaro. [2001]. "Un réquiem por las monedas nacionales, dolarizar o no dolarizar, esa no es la cuestión", *Revista Economía Colombiana y Coyuntura Política*, junio, 24-30.
- Moreno-Villalaz, Juan L. [1999a]. "Lecciones de la experiencia panameña", *Ideas de Libertad*, n. 50, Guayaquil.
- Moreno-Villalaz, Juan L. [1999b]. "Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration", *Cato Journal*, v. 18, n. 3.
- Moreno-Villalaz, Juan L. [2001]. "El costo operacional del dólar como moneda. El caso de Panamá", *Revista Nueva Sociedad*, n. 172, marzo-abril, 104-110.
- Mundell, Robert. [1961]. "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, n. 51, 509-517. Traducido al español en *Cuadernos de Economía*, n. 31, 1999, Universidad Nacional de Colombia, 25-37.
- Mussa, Michael *et al.* [2000]. "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", *IMF Occasional Paper*, n. 193.
- Posada, Carlos Esteban. [2001]. "Dolarización oficial y políticas monetaria y fiscal", en *Ensayos sobre integración económica*, Instituto de Políticas de Desarrollo, Vivas, Alejandro (ed.), Konrad Adenauer Stiftung, Bogotá, 49-67.
- Reinhart, Carmen. [2000]. "The Mirage of Floating Exchange Rates", *American Economic Review*, vol. 90, n. 2, mayo, 65-70.
- Revista Economía Colombiana y Coyuntura Política. [2001]. "Es la dolarización la salida a la crisis", *Revista de la Contraloría General de la República de Colombia*, junio, 18-24.
- Sachs, Jeffrey y Larrain Felipe. [1999]. "Why dollarization is more a straitjacket than salvation?", *Foreign Policy*, Fall, 80-92.
- Salgado, Wilma. [2001]. *Petrodolarización de la economía ecuatoriana y riesgo de iliquidez y deflación*. Mimeo.

Uribe, José Darío. [2001]. "Las economías emergentes y su dificultad para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas", *Reportes del Emisor*, n. 26, publicación del Banco de la República de Colombia, julio.

Urrutía, Miguel. [2001]. "Ventajas y desventajas de los regímenes de flotación de la tasa de cambio", *Revista del Banco de la República*, vol. LXXIV, n. 884, junio, 5-15.

Vela, María de la Paz. [2000]. "Dolarización: vacuna contra la hiperinflación", *Revista Gestión*, n. 67.