



DEBATE

sobre la dolarización

En muchos círculos se considera la plena dolarización de la economía como un medio para que los países en desarrollo superen la inestabilidad monetaria y cambiaria. ¿Qué costos y beneficios conllevaría esta operación y qué países en desarrollo tendrían más probabilidades de beneficiarse?

Andrew Berg y Eduardo Borensztein

UNA ANTIGUA broma es decir que las preguntas de los exámenes de economía son cada año las mismas; sólo cambian las respuestas. El debate en torno al régimen cambiario óptimo es muy antiguo, pero siguen proponiéndose nuevas soluciones. La más reciente consiste en no adoptar “ningún” régimen cambiario, en otras palabras, el país deja de utilizar su propia moneda y adopta como moneda de curso legal una divisa estable, generalmente el dólar de EE.UU. El año pasado, el Gobierno argentino consideró seriamente la dolarización, y algunos economistas de renombre ya sostienen que todos los países en desarrollo deberían optar por la dolarización. Pero no sólo los países en desarrollo están considerando la dolarización. Motivados en parte por la adopción del euro este año, hay quienes sugieren que Canadá debería adoptar el dólar de EE.UU. (El término “dolarización” designa también el uso espontáneo del dólar de EE.UU. en las transacciones, paralelamente a la moneda nacional. En este artículo, sin embargo, el término designa la plena dolarización, es decir, la sustitución total de la moneda nacional por el dólar.)

Surgen nuevas ideas con respecto a los regímenes cambiarios porque la economía mundial presenta constantemente nuevos problemas para los responsables de la política

económica. En los años ochenta, el debate se centraba en el papel de las paridades fijas en los programas de estabilización de la inflación. Dos características de los años noventa han cambiado el enfoque del debate. Primero, el problema de la inflación es bastante menos grave. Segundo, al aumentar la movilidad del capital y la magnitud de los flujos de capital, han aumentado también la frecuencia y gravedad de las crisis cambiarias. Y muchos de los países que fueron objeto de violentos ataques especulativos mantenían un régimen de tipo de cambio fijo.

A raíz de estas crisis, la noción de plena dolarización ha despertado considerable interés. Ha surgido la idea de que, en un mundo de gran movilidad del capital, los tipos de cambio fijos propician los ataques especulativos y sólo son viables las opciones extremas: una paridad fija como la “caja de conversión”, o la libre flotación. Los partidarios de la dolarización han criticado ambas opciones sosteniendo que en muchos países la flotación libre no es viable porque genera una inestabilidad excesiva del tipo de cambio y crea una paridad de facto si las autoridades ofrecen resistencia a las fluctuaciones. Por otro lado, ha quedado demostrado que las cajas de conversión no son inmunes a los ataques especulativos. En los últimos años, Argentina y RAE de Hong Kong, por ejemplo, sufrieron efectos de contagio financiero

que redundaron en bruscas alzas de las tasas de interés y períodos de recesión.

La plena dolarización permite, en principio, evitar las crisis cambiarias y de balanza de pagos. Al no haber una moneda propia, no pueden producirse bruscas depreciaciones ni súbitas salidas de capital motivadas por el temor de una devaluación. Asimismo, la dolarización puede traer otros beneficios: una mejor integración con la economía de Estados Unidos y la economía mundial al reducirse los costos de transacción y quedar garantizada la estabilidad de los precios en dólares. Al eliminarse totalmente la posibilidad de financiamiento inflacionario, la dolarización podría también fortalecer las instituciones y fomentar la inversión.

No obstante, los países podrían ser renuentes a abandonar su moneda, que constituye un símbolo nacional. Además, las propuestas de formar parte de una unión monetaria (o de adoptar directamente el dólar de EE.UU.) pueden suscitar críticas en ciertos ámbitos políticos. Desde el punto de vista económico, el derecho de emitir la moneda genera ingresos por señoreaje para el Estado (esencialmente, la diferencia entre el costo de la producción y distribución de billetes y metálico y su poder adquisitivo, que es mayor). El banco central puede utilizar moneda, sin pago de intereses, para adquirir activos que sí devengan intereses como, por ejemplo, divisas. Estos ingresos se contabilizan como utilidades del banco central y se transfieren al Estado. Los países que opten por la dolarización perderían estos ingresos a menos que Estados Unidos decidiera distribuir parte de sus ingresos adicionales. Además, un país dolarizado pierde toda posibilidad de tener una política monetaria y cambiaria autónoma y de utilizar el crédito del banco central para inyectar liquidez en el sistema bancario.

¿Constituye la dolarización un régimen cambiario más adecuado para los países en desarrollo? A fin de simplificar el análisis, comparamos las ventajas de la dolarización con las de su “competidor” más cercano, la caja de conversión. En este último tipo de régimen, las autoridades monetarias se comprometen a proporcionar divisas a cambio de moneda nacional a la vista, y a un tipo de cambio fijo. Éste es el único mecanismo que puede utilizar el banco central para incrementar la base monetaria puesto que no hay crédito interno al Estado o a los bancos. Por consiguiente, la moneda nacional está totalmente respaldada por un monto correspondiente de divisas. Esta comparación con las cajas de conversión permite entender las principales consecuencias de la dolarización y las diferencias entre sus efectos y los de una paridad fija. Además, gran parte del debate actual en torno a la dolarización ha surgido ante las sugerencias de que Argentina deje el mecanismo de conversión, con una paridad fija uno a uno entre el peso y el dólar, y adopte la plena dolarización.

Aunque las cajas de conversión y la dolarización son bastante similares, la comparación resulta útil. La dolarización implica que el Estado pierde ingresos de señoreaje, pero lo que distingue a la dolarización es su carácter permanente. En teoría, es mucho más difícil abandonar la dolarización que modificar o suprimir un mecanismo de caja de conversión.

Salvo pocas excepciones recientes, los países que han adoptado su propia moneda lo han hecho al adquirir su independencia nacional, como los países de la antigua Unión

Soviética, por ejemplo. Además, las nuevas monedas casi siempre han remplazado monedas poco sólidas y no convertibles. De hecho, los mayores beneficios que pueden obtener los países que deciden dolarizar su economía derivan de la credibilidad vinculada a esa decisión, precisamente porque es casi irreversible. Examinemos ahora los beneficios y costos de la plena dolarización.

Primas de riesgo

Al eliminarse el riesgo cambiario, cabría esperar una reducción de las primas de riesgo y, por ende, de las tasas de interés, lo cual reduciría el costo del servicio de la deuda pública, incrementaría la inversión y fomentaría el crecimiento económico. Por ejemplo, las tasas de interés de los títulos en dólares que emite el Estado argentino son más altas que las que se aplican a la deuda de las economías avanzadas, debido al mayor riesgo soberano o de incumplimiento de los primeros. Con la dolarización, desaparecerían las primas de interés relacionadas con el riesgo de devaluación pero no desaparecería el riesgo soberano. En consecuencia, la pregunta clave es qué efecto tendría la dolarización sobre la deuda denominada en dólares.

El riesgo de devaluación puede elevar el riesgo de incumplimiento por varias razones. Primero, los países que desean evitar una crisis cambiaria pueden imponer controles cambiarios que terminen interrumpiendo los pagos de la deuda externa. Segundo, una devaluación puede elevar el riesgo de incumplimiento de pago debido al mayor costo que tendría el servicio de la deuda en dólares. Por último, una devaluación puede generar grandes pérdidas en el sector financiero, y el Estado puede terminar absorbiendo gran parte de ese costo.

Sin embargo, el riesgo de incumplimiento de pago no siempre se deriva del riesgo de crisis cambiaria. Los países pueden caer en situación de incumplimiento como consecuencia de un déficit fiscal insostenible, lo cual no puede evitarse con la dolarización. Si bien los datos indican una relación positiva entre el riesgo soberano y el riesgo de devaluación (véanse los datos sobre Argentina en el gráfico), ello no aclara cuál es la dirección de causalidad. Por ejemplo, una fuga generalizada hacia activos más seguros (no inducida inicialmente por temores de devaluación) elevaría el riesgo cuantificado de incumplimiento y de devaluación. De hecho, el caso de Panamá parece confirmar que las tendencias paralelas de estos dos riesgos se deben a factores comunes. En el gráfico puede observarse que los diferenciales de tasa de interés de los bonos Brady emitidos a favor de Argentina y Panamá con respecto a las letras del Tesoro de EE.UU. obedecen, en gran medida, a factores comunes. Por lo tanto, si bien Panamá no tiene riesgo cambiario, ello no significa que ese país no esté expuesto a las fluctuaciones de la actitud del mercado con respecto a la situación de los mercados financieros emergentes. La dolarización puede reducir las primas de riesgo pero sólo hasta cierto punto.

Estabilidad e integración

Un análisis centrado únicamente en las tasas de interés, sin embargo, ofrece una perspectiva demasiado limitada. Pese a la importancia que reviste la reducción de los diferenciales de riesgo, la dolarización puede aportar otras ventajas no



inmediatamente observables que son aún más significativas. Para empezar, los ataques especulativos y las crisis cambiarias tienen un alto costo, no sólo porque incrementan las primas de riesgo sino también porque repercuten muy negativamente en la economía interna. Evidentemente, la dolarización no puede eliminar del todo el riesgo de crisis externas.

Además de fomentar la integración financiera, la dolarización podría facilitar la integración comercial con Estados Unidos. El volumen del comercio entre las provincias de Canadá es más de veinte veces mayor que el volumen del comercio entre estas provincias y Estados Unidos, una vez efectuados los ajustes para tener en cuenta otras variables que influyen en el comercio entre provincias o estados. Esta integración del mercado nacional se debe, quizás, a la utilización de una moneda común, ya que el costo de las transacciones entre estos dos países es bajo y las restricciones comerciales son mínimas.

Señoreaje

Un país que adopta una moneda extranjera como su moneda de curso legal sacrifica los ingresos de señoreaje. El país tendría, en primer lugar, que adquirir el acervo total de moneda nacional en manos del público (y de los bancos) con dólares procedentes de las reservas internacionales, o con recursos obtenidos en préstamo. En segundo lugar, el país perdería los futuros ingresos de señoreaje derivados del flujo de nuevo dinero emitido todos los años para satisfacer la mayor demanda de dinero. Sin embargo, es probable que estos aumentos sean cada vez menores, a medida que el desarrollo financiero se traduzca en una menor necesidad de moneda para efectuar transacciones.

Los costos del señoreaje pueden ser significativos. En Argentina, la moneda nacional en circulación equivale aproximadamente a US\$15.000 millones (un 5% del PIB) y el aumento anual medio de la demanda de dinero en los últimos años se ha situado en unos US\$1.000 millones (0,3% del PIB). La dolarización significaría una pérdida de unos US\$700 millones (0,2% del PIB) por concepto de intereses sobre la masa monetaria. Estas pérdidas se elevarían con el tiempo al aumentar la demanda de dinero. Por último, para Estados Unidos estas pérdidas representarían una ganancia.

Por esta razón se ha propuesto que Estados Unidos comparta estos ingresos con los países que dolarizan, en función de alguna fórmula convenida (como sucede con el euro y la zona del rand en Sudáfrica).

Posibilidad de abandonar el régimen

Supongamos que en una economía dolarizada el tipo de cambio real termina siendo sobrevaluado como resultado de aumentos salariales excesivos, un fuerte deterioro de la relación de intercambio o una sobrevaluación del dólar con respecto a las monedas de los países con que comercia Estados Unidos. Con un régimen cambiario flexible los países pueden efectuar un ajuste permitiendo una depreciación, si es posible en forma gradual y sin perturbaciones. En una economía dolarizada o de régimen de tipo de cambio fijo, la única forma de lograr una devaluación real es una baja de los salarios y los precios nominales. La experiencia demuestra que frecuentemente estas disminuciones sólo se logran con una recesión porque puede haber gran resistencia a una baja de los salarios y de los precios. Evidentemente, los países con cajas de conversión no tienen muchas opciones en cuanto al tipo de cambio, pero lo que los distingue de los países dolarizados es que en casos extremos les resulta más fácil devaluar.

El abandono del patrón oro en el período de entreguerras y la devaluación del franco CFA en 1994 parecen indicar que, de producirse perturbaciones externas, la posibilidad de abandonar un régimen de tipo de cambio fijo puede tener ventajas reales para los países. Durante la depresión de los años treinta, los países dejaron el patrón oro, que era el régimen de tipo de cambio fijo de esa época. Argentina abolió la convertibilidad en 1929 y aplicó una política monetaria activa para esterilizar el efecto de las salidas de capital, lo cual contribuyó a mitigar los efectos de la Gran Depresión. En 1994, cuando los países de África occidental y central de la zona del franco CFA sufrían un prolongado deterioro de su relación de intercambio y un acusado aumento del costo de mano de obra, así como una apreciación nominal del franco francés frente al dólar de EE.UU., decidieron ajustar su régimen de paridad fija que remontaba a 1948, y devaluar el franco CFA. Este ajuste dio lugar a una mejora económica significativa en 1994-97 sin mayores consecuencias inflacio-

narias. Si hubiesen adoptado como moneda el franco francés, el ajuste necesario habría sido más difícil.

Pese a estas experiencias, para muchos países podría no resultar beneficiosa la opción de abandonar el régimen cambiario, aun cuando la moneda esté sobrevaluada. Si las autoridades gozan de poca credibilidad, o si el dólar ya es la unidad de cuenta, una devaluación nominal puede dar lugar rápidamente a una inflación que contrarreste los efectos positivos de la devaluación. Como confirman las crisis monetarias recientes, en un contexto en que la situación del sistema bancario es precaria y el sector privado ha asumido un gran riesgo en divisas, la devaluación es nociva para los bancos y las empresas, lo cual interrumpe la actividad económica. Ello implica que en algunos casos la devaluación puede ser una opción con un costo prohibitivo y que la dolarización no entraña una pérdida de un instrumento de política valioso.

La función de prestamista de última instancia

En su calidad de prestamista de última instancia, el banco central proporciona liquidez al sistema bancario en caso de un retiro masivo de depósitos bancarios. Esencialmente, el banco central cumple esa función utilizando su capacidad para crear liquidez, que perdería en un sistema dolarizado. Las cajas de conversión también están sujetas a esta limitación porque la base monetaria sólo puede ampliarse en la medida en que acumulan reservas. Sin embargo, los países con este régimen no pierden del todo su capacidad para crear dinero no respaldado por reservas, lo cual les permite hacer frente al riesgo de crisis bancarias. Durante la crisis “tequila” de 1995, el Banco Central de la República Argentina pudo, en cierta medida, cubrir los retiros de depósitos internos reduciendo temporalmente el respaldo en reservas de la base monetaria. En una economía dolarizada, al igual que en el caso de una caja de conversión, las autoridades tienen la opción de recurrir a líneas de crédito externo para hacer frente a las crisis. Sin embargo, la experiencia indica que dejan de ser de utilidad precisamente cuando se necesitan, porque los bancos extranjeros tienen a su disposición muchas formas de reducir el riesgo que han asumido en países que experimentan crisis graves. Asimismo, si la política fiscal les otorga un margen suficiente, las autoridades pueden constituir un fondo de reservas con ingresos tributarios para hacer frente a eventuales emergencias en el sector financiero.

En todo caso, no se debe exagerar la importancia de la función de prestamista de última instancia, porque la capacidad de los bancos centrales para resolver una crisis financiera recurriendo exclusivamente a la emisión de dinero es inevitablemente limitada. Además, la dolarización puede reducir las probabilidades de retiro masivo de los depósitos bancarios. Si los saldos de los bancos no se caracterizan por asimetrías



Andrew Berg, economista en la División de Estudios sobre Países en Desarrollo del Departamento de Estudios del FMI



Eduardo Borensztein, Jefe de la División de Estudios sobre Países en Desarrollo del Departamento de Estudios del FMI

monetarias significativas, es posible que los depositantes tengan mayor confianza en la solidez de la banca nacional. El peligro de retiros también se reduce si la participación de los bancos extranjeros en el sistema bancario nacional es importante, y, en teoría, la dolarización fomenta esa participación.

Conclusión

¿Cuál es el saldo de los costos y beneficios de la plena dolarización? Nuestro análisis no es concluyente, lamentablemente. Esto es inevitable, a nuestro juicio, teniendo en cuenta la complejidad de la dolarización y los conocimientos actuales al respecto. Lo que sí puede estimarse es el beneficio que reporta la reducción de las tasas de interés, así como el costo que representa la pérdida de los ingresos del señoreaje. Sin embargo, algunas de las consideraciones más importantes, como el valor que representa para los países la opción de abandonar el régimen, son las más difíciles de cuantificar.

¿Qué países se beneficiarían con la dolarización? En primer lugar, los países que mantienen estrechas relaciones comerciales y financieras con Estados Unidos (y que son buenos candidatos para integrar una “zona monetaria óptima”). Sin embargo, la estructura de la mayoría de las economías latinoamericanas difiere sustancialmente de la estadounidense y es probable que la dolarización no les reportara un gran beneficio, a menos que se efectuara en el contexto de una profunda integración de los mercados (al estilo de la Unión Europea). El debate actual (y este artículo) se centra en otros países: países con mercados financieros emergentes, expuestos a flujos de capital inestables, pero no necesariamente cercanos —en sentido económico— a Estados Unidos.

Cuanto más generalizado el uso del dólar en los mercados financieros y de bienes de estos países, menor será la ventaja de mantener la moneda nacional. En una economía con un grado de dolarización muy elevado, los ingresos del señoreaje serán reducidos (así como el costo de adquirir el volumen restante de moneda nacional), el riesgo cambiario de los bancos y las empresas hará que la devaluación tenga un riesgo financiero, y el tipo de cambio no servirá como mecanismo de política porque los precios expresados en dólares serían inflexibles. En estas circunstancias los beneficios de la dolarización podrían ser mayores que los costos.

Posdata

El 9 de enero de 2000, el Presidente de Ecuador anunció la decisión de adoptar el dólar de EE.UU. como moneda de curso legal. El sucre mantendría un papel menor, quizá en circulación únicamente en denominaciones más pequeñas que el equivalente de US\$1. Esta medida se tomó como respuesta a la total pérdida de confianza en la política económica de Ecuador y a la incapacidad de las autoridades para abatir las presiones que se ejercían sobre el sucre. **F&D**