

# La caja de convertibilidad, la dolarización y la integración monetaria en América Latina

Héctor Guillén Romo

## Introducción

Los regímenes de cambio se pueden clasificar en fijos, intermedios y flotantes. En el caso de los regímenes fijos una paridad irrevocable se sostiene gracias a compromisos institucionales y operacionales estrictos (caja de convertibilidad, dolarización oficial, unión monetaria). En el caso de los regímenes flotantes nos encontramos frente a una flotación independiente o controlada pero no estrictamente. Cuando se trata de los regímenes intermedios se habla de ancla flexible o de flotación estrictamente controlada. Con las anclas flexibles las autoridades buscan defender un valor o un sendero predeterminado del tipo de cambio sin compromiso institucional de orientar totalmente la política monetaria al objetivo único de mantener la paridad (regímenes convencionales de paridad fija respecto a una moneda única o una canasta de monedas, bandas horizontales, paridades móviles y bandas de fluctuación móviles). Con la flotación estrictamente controlada las autoridades buscan preservar la estabilidad del tipo de cambio siguiendo de cerca las fluctuaciones e interviniendo en el mercado pero sin vincularse a un valor o a un sendero predeterminado. La elección del régimen de cambio resulta de un arbitraje entre las ventajas de la flotación pura y las de la rigidez total. Los criterios de elección del régimen incluyen circunstancias específicas a cada país como los criterios tradicionales de optimización de las zonas monetarias, en gran medida endógenos, así como criterios relativos a la credibilidad y los político-económicos.<sup>1</sup>

Universidad de París  
8, Departamento de  
Economía y de Gestión  
<h.guillen@wanadoo.fr>

La cuestión de saber qué régimen de cambio escoger se planteó a numerosos países latinoamericanos, dado que las soluciones hasta entonces preconizadas no funcionaban.<sup>2</sup> En los años ochenta se privilegiaron los regímenes intermedios: fijación flexible, paridad o banda de fluctuación “movediza”. En todos estos regímenes el tipo de cambio nominal jugaba un papel central como ancla para favorecer la estabilidad de los precios. Los éxitos en la lucha contra la inflación y, sobre todo, la sobrevaluación de las monedas, factor fundamental en el desencadenamiento de las crisis financieras,

1. Andrea Bubula e Inci Otker-Robe, “Une bipolarisation persistante” “Finances et Développement” marzo de 2004. Para una descripción completa de todos los regímenes de cambio siguiendo tres criterios (grado de compromiso, ancla externa y cooperación regional) véase Agnès Bénassy-Quéré y Benoît Coeuré, «L’avenir des “petites” monnaies, solutions régionales contre solutions en coin», *Revue d’économie politique*, 110, mayo-junio de 2000.

2. Andrew Berg, Eduardo Borensztein y Paolo Mauro, “Quel régime monétaire pour l’Amérique Latine?”, *Finances et Développement*, septiembre de 2003.

contribuyeron a abandonar en el decenio de los noventa las soluciones intermedias y a preconizar los extremos (soluciones de esquina). En dicha década el sistema monetario internacional conoció tres transformaciones importantes. La primera fue un auge más rápido de los movimientos del capital que del comercio internacional con la aparición de poderosos actores privados cuyas capacidades financieras exceden a las de los bancos centrales. Este movimiento tuvo como consecuencia una autonomía de la parte “baja” de la balanza de pagos (inversiones directas y de cartera) respecto a la parte alta de la balanza (bienes y servicios). La segunda transformación, en parte consecuencia de la primera, fue la crisis financiera de los países emergentes (1994 en México, 1997 en Asia, 1998 en Brasil y Rusia) y el abandono de numerosos regímenes de cambio fijo respecto al dólar. La tercera fue la creación del euro que presenta de entrada varias de las características necesarias para emerger como una de las monedas clave del Sistema Monetario Internacional: mercado financiero desarrollado y líquido, baja inflación, importantes redes de empresas que utilizan el euro en sus transacciones, representación en los foros de decisión internacionales, etcétera.<sup>3</sup> En dicho contexto, la mayoría de los países latinoamericanos optaron oficialmente por las famosas “soluciones de esquina”: tasas flotantes o, por el contrario, recurrieron a sistemas rígidos como las cajas de emisión (o de convertibilidad) o la dolarización. En la práctica esto equivalía a abandonar completamente el tipo de cambio a las fuerzas especulativas de los mercados o a dolarizar la economía.<sup>4</sup> Incluso bajo la influencia de la creación del euro se empezó a avanzar la idea de una posible integración monetaria en la que participarían alguno o varios países latinoamericanos. En este artículo se analizan los arreglos monetarios “ultra fijos” que son la caja de convertibilidad, la dolarización y la integración monetaria como posibles regímenes cambiarios viables para los países de América Latina.

### La caja de convertibilidad

La caja de convertibilidad o de emisión combina varios elementos:

- Una tasa de cambio fija por ley respecto a una moneda ancla (o a una canasta de monedas ancla). La decisión de fijar por ley la paridad cambiaria suele expresar la decisión del gobierno de sostener a cualquier costo la convertibilidad monetaria. En este caso el gobierno busca “un efecto de credibilidad”<sup>5</sup>
- La convertibilidad automática, es decir, la obligación de intercambiar en cualquier momento la moneda nacional a la tasa fija. El Banco Central se estrecha en sus funciones tradicionales y se vuelve estatutariamente una caja de convertibilidad, una especie de “gran casa de cambio”<sup>6</sup> encargada de mantener el tipo de cambio fijo con plena con-

3. Agnès Bénassy-Quéré y Benoît Coeuré, *op. cit.*, pp. 347-348.

4. Si se hace la distinción entre regímenes de cambio oficiales y regímenes de cambio reales, el movimiento en dirección de la flotación libre no se confirma. Agnès Bénassy-Quéré, “Régimes de change: avec ou sans sucre?”, *La lettre du CEPII*, núm. 191, junio de 2000.

5. Jean-Louis Combes y Romain Veyrune, “Effet de discipline et effet de crédibilité de l’ancrage nominal”, *Revue d’économie financière*, núm. 75, 2004.

6. René Villarreal, “¿Pesos o dólares?”, *Análisis*, enero de 1999, p. 17.

vertibilidad y de vender todas las divisas que le demanden, lo que implica una oferta infinitamente elástica de divisas. Más precisamente, el banco central inscribe en su pasivo los billetes y piezas (moneda fiduciaria) y las reservas que los bancos comerciales conservan en él. El total constituye la base monetaria. En su activo sólo dispone entonces de divisas extranjeras por un monto equivalente

- El balance de la caja de convertibilidad es contradictorio con los balances de los bancos centrales tradicionales. Normalmente, la moneda fiduciaria y las reservas de los bancos son emitidas con tres tipos de contrapartidas en el activo del banco central: el rubro de oro y divisas, los créditos del banco central al Tesoro, y los créditos del banco central a la economía, es decir, el refinanciamiento de los bancos comerciales. El “banco central” propio de la caja de convertibilidad prohíbe la libertad de emitir moneda refinanciando a los bancos, es decir, haciendo apuestas sobre la economía. Se trata de introducir un “efecto de disciplina” que impida, por un lado, el financiamiento monetario del déficit y, por otro, el refinanciamiento laxo del sector bancario por parte del banco central
- La base monetaria crece en razón directa y unívoca (de uno a uno) con el aumento de reservas de divisas en poder del “banco central”. Las reservas de divisas deben cubrir cuando menos 100% de la base monetaria de tal suerte que en caso de extrema desconfianza que incite al público a cambiar toda la moneda nacional en circulación por moneda ancla (dólar, euro, yen, etcétera), la banca central pueda hacer frente a todas las operaciones de cambio<sup>7</sup>
- El señoreaje (la ganancia de las autoridades monetarias asociada al derecho de emitir moneda de curso legal) proviene del hecho de que la caja de convertibilidad puede colocar sus reservas en préstamos en dólares que generan intereses. Dichos rendimientos de la inversión de las reservas deducidos los gastos operativos permiten incrementar los activos de la caja de convertibilidad o se entregan al ministerio de finanzas o de economía
- El “banco central” propio de la caja de convertibilidad no puede tener una política monetaria autónoma ni desempeñar un papel de prestamista de última instancia en caso de crisis<sup>8</sup>

7. En algunas ocasiones se distingue entre cajas de convertibilidad ortodoxas y cajas de convertibilidad modernas. Las ortodoxas son aquellas en las cuales la base monetaria está cubierta en 100% con tenencias externas y no más. El gobierno no puede beneficiarse de financiamiento monetario y el sector bancario está sometido a una restricción presupuestal fuerte debido a la ausencia de prestamista de última instancia. En el caso de las cajas de convertibilidad modernas se dispone de un departamento bancario que ejerce las prerrogativas de un banco central, es decir, proveer crédito al Estado y al sector privado. Los recursos de este departamento son provistos por el departamento de emisión gracias a los excedentes de divisas, las reservas excedentes o los préstamos de organismos financieros internacionales. La utilización de estos recursos se hace a discreción del departamento bancario. Estas innovaciones le proporcionan al Estado un mayor margen de intervención. Romain Veyrune, “Les caisses d’émission modernes sont-elles orthodoxes?”, *Revue d’économie financière*, núm. 75, 2004.

8. Christian Aubin y Philippe Norel, *Economie internationale, Faits, théories et politiques*, Seuil, París, 2000, pp. 265-267.

- La unidad de cuenta local es preservada tanto en las transacciones internas de la esfera privada como en las operadas en la esfera pública. El Estado salvaguarda el símbolo monetario interno, incluso si las condiciones rígidas de su emisión restringen considerablemente la soberanía monetaria

Un régimen de caja de convertibilidad sólo es creíble si el “banco central” dispone de suficientes divisas para cubrir al menos la totalidad de la masa monetaria en su sentido más estrecho. La opinión pública y los mercados, sobre todo el de capitales, tienen la seguridad de que cada billete en moneda nacional está garantizado con un monto equivalente de divisas del banco central. La “moneda de la caja de convertibilidad” será más demandada que las monedas sin garantía, ya que quienes la posean saben que pase lo que pase podrán convertir sus billetes en una de las grandes monedas.

El sistema funciona de manera similar al mecanismo del patrón oro pero con una moneda ancla como garantía.<sup>9</sup> El funcionamiento del sistema es muy simple. En una economía macroeconómicamente estable sin choques externos y con flexibilidad en la asignación de los recursos en los mercados internos, un superávit en la cuenta corriente provocará un aumento en el circulante y por ende un aumento de los precios, perjudicando la competitividad de la economía. Como resultado se frenarán las exportaciones y aumentarán las importaciones, lo que llevará a eliminar el superávit y a recobrar el equilibrio externo. En caso de déficit externo, la salida de moneda ancla reducirá el circulante provocando una reducción de los precios que alentará las exportaciones y frenará las importaciones lo que facilitará el regreso al equilibrio externo.

Si el sistema es puesto a prueba, los defensores de la Caja de Convertibilidad afirman que los estabilizadores automáticos prohibirán cualquier salida masiva de divisas. En caso de una fuga hacia la moneda ancla, la masa monetaria del país disminuirá, lo que provocará un aumento de la tasa de interés que empujará a los inversionistas extranjeros a transferir sus fondos al país. El encadenamiento es prácticamente el mismo que en régimen de cambio fijo, pero la garantía inherente a la caja de convertibilidad asegura que las variaciones de la tasa de interés y los costos económicos correspondientes serán más bajos.<sup>10</sup>

La credibilidad económica, una inflación moderada y tasas de interés más bajas son las supuestas ventajas más manifiestas de una caja de convertibilidad. Este régimen puede ser muy restrictivo si el sistema bancario es frágil o si el país está expuesto a choques económicos externos como la modificación en los precios del petróleo, el aumento de las tasas de interés y el freno a los flujos de capital. En el régimen de caja de convertibilidad hay un abandono casi completo de la soberanía monetaria: el “banco central” no tiene ningún medio de regular la oferta de liquidez. No puede ni financiar al Estado ni ejercer una

9. La Autoridad Monetaria de Hong Kong “al establecer un, tablero de cambio, que vincula con rigidez el dólar de Hong Kong al estadounidense, con la moneda local respaldada a 100% por reservas en dólares de Estados Unidos se ha aproximado tanto como cualquier banco central moderno a recrear el patrón oro”. Paul Krugman, *El gran engaño*, Crítica, Barcelona, 2004, p. 308.

10. Charles Enoch y Anne-Marie Gulde, “Les caisses d’émission sont-elles une panacée monétaire?” *Finances et Développement*, diciembre de 1998.

función de prestamista de última instancia para salvar a los bancos que enfrentan dificultades financieras.<sup>11</sup> Al eliminar el tipo de cambio como instrumento flexible para enfrentar el desequilibrio externo el único ajuste viable es el recesivo. En efecto, si se adopta la caja de convertibilidad, el crecimiento de la economía dependerá más de la evolución de los mercados financieros internacionales que de la capacidad para utilizar plenamente los recursos internos. Si en el mercado internacional se constata una baja liquidez y una alta tasa de interés, la economía estará obligada a vivir en recesión permanente a pesar del desempleo y la capacidad productiva ociosa, ya que ni el gobierno ni la banca comercial podrán recibir crédito del “banco central”, lo que imposibilita la reactivación del ciclo económico. Frente a una situación de capacidad ociosa y desempleo, el gobierno no puede fomentar la inversión en infraestructura, tecnología, educación, ya que la obligación de un presupuesto equilibrado lo obliga a renunciar al arma fiscal como instrumento para reactivar el ciclo económico. La única posibilidad que le queda al gobierno es la de endeudarse con la banca internacional en moneda ancla para convertirla en moneda nacional gracias a la caja de convertibilidad lo que llevará a un aumento de la deuda externa. La tasa de interés se utiliza como un mecanismo de atracción de capital extranjero que permita financiar el déficit externo, aumentar las reservas internacionales y expandir la base monetaria. El tipo de cambio deja de ser un instrumento de política económica y se convierte en un objetivo. Una economía con caja de convertibilidad debe ser capaz de generar en un largo período un excedente estructural de su balanza de pagos para asegurar la regularidad de su crecimiento.<sup>12</sup>

La caja de convertibilidad “es una forma radical, extrema, de volver al patrón oro, esto es, de congelar el tipo de cambio nominal cancelando su uso como instrumento de ajuste de los desequilibrios externos”.<sup>13</sup> Todo queda subordinado al sostenimiento de la paridad cambiaria. Esto fue posible en los primeros años del patrón oro debido “a la marginación política de buena parte de la población de la época y a la falta de esclarecimiento de las relaciones entre las reglas monetarias de un lado, y el empleo y la actividad económica del otro”.<sup>14</sup> Las controversias teóricas en materia monetaria bajo el régimen del patrón oro durante el siglo XIX seguramente influenciaron a los responsables de la organización monetaria colonial. A este respecto cabe recordar que las cajas de convertibilidad fueron rechazadas durante mucho tiempo ya que se les consideraba un resabio de la época

11. La caja de convertibilidad no garantiza bajo ninguna circunstancia los depósitos del sistema financiero privado que pasan a ser responsabilidad exclusiva de las propias instituciones. Con ello los defensores de la caja de convertibilidad suponen que se reducen o eliminan las prácticas de riesgo moral y selección adversa, situaciones típicas en un contexto de seguro implícito asumido por el banco central. Diego Mancheno, Julio Oleas y Pablo Samaniego, “Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador”, *Monetaria*, CEMLA, octubre-diciembre de 2001, p. 400.

12. Jean- François Ponsot, “Parité fixe et règle de convertibilité monétaire dans les économies émergentes: l’impact d’un currency board sur la croissance” en C. Dielbolt y J.L. Escudier (dir.), *La croissance économique dans le long terme, Formes historiques et perspectives*, L’Harmattan, París, 2002, p. 278.

13. David Ibarra y Juan Carlos Moreno-Brid, “¿Alzheimer, milagrerías o soluciones?” en David Ibarra, *Política y Economía. Semblanzas y Ensayos*, México, Miguel Ángel Porrúa, 1999, p. 246.

14. D. Ibarra y Moreno-Brid, *op. cit.*, p. 247.

colonial<sup>15</sup> cuando las colonias sometían la homogenización de sus trabajos concretos al mismo instrumento monetario que las metrópolis.<sup>16</sup> Al acceder a la independencia después de la segunda guerra mundial, la mayoría de las colonias decidieron abandonar las cajas de convertibilidad e instaurar un banco central. En efecto, se consideraba que un mecanismo reglamentado de manera tan rígida, a la Hume, no se adaptaba a las necesidades de una economía diversificada capaz de establecer técnicas complejas de política monetaria. Las cajas de convertibilidad sólo se les consideraba oportunas y viables en entornos muy particulares como el de economías abiertas de talla reducida constituidas de una sola ciudad (caso de Hong Kong) o de pequeñas islas (como las Caimán o las Feroe). En tanto que 38 países o territorios disponían de una caja de convertibilidad en 1960, su número cayó a nueve a finales de los ochenta y se recuperó un poco pasando a 14 a finales de los noventa (varios países de Europa del Este adoptaron dicho régimen). La sorpresa en América Latina vino del lado de Argentina donde el ministro de finanzas de Carlos Menem, Domingo Cavallo, resucitó esta reliquia monetaria colonial que representa la caja de convertibilidad.<sup>17</sup>

Argentina más que cualquier otro país en desarrollo adoptó los principios neoliberales: apertura externa, privatización de empresas estatales, acogida de las empresas multinacionales, reforma agresiva de la seguridad social, privatización del régimen de jubilación, etcétera.<sup>18</sup> Estos se acompañaron de un elemento central: la adopción de la paridad del peso con el dólar. Respecto a este último punto, hay que señalar que Argentina escogió en 1991 la caja de convertibilidad<sup>19</sup> después de varias tentativas infructuosas de desinflación. En efecto, ante el cansancio de los argentinos de lidiar con los inconvenientes y costos de la inestabilidad de precios se generó un amplio consenso social para abatir la hiperinflación. Además, el grado inicial de monetización anormalmente bajo imponía una exigencia reducida en materia de reserva de divisas. En Argentina el *currency board* cons-

15. La primera caja de convertibilidad se estableció en la Isla Mauricio en 1859. Posteriormente, dichas cajas se generalizaron y se volvieron usuales en las colonias europeas. A las colonias se les permitía emitir su propia moneda, pero su valor permanecía rígidamente atado al del país colonizador al garantizar su solidez con una ley que exigía que la emisión de moneda local estuviera completamente respaldada con reservas de moneda dura. El público tenía derecho de convertir la moneda local en moneda dura a un tipo de cambio fijado por ley. Por su parte, el banco central tenía la obligación legal de disponer de una cantidad suficiente de la moneda del país colonizador para cambiarla por la moneda local. Paul R. Krugman, *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Norma, Argentina, 1999, p. 87.

16. Maurice Byé y Gérard Destanne de Bernis, *Relations économiques internationales*, Dalloz, París, 1987, p. 564.

17. Sebastián Galiani, Daniel Heymann y Mariano Tomassi, "Expectativas frustradas : el ciclo de la convertibilidad", *Estudios y perspectivas*, CEPAL, Santiago de Chile, junio de 2003; Jérôme Sgard, "Ce qu'on en dit après, le 'currency board' argentin et sa fin tragique", *Revue d'économie financière* núm. 75, 2004 ; Michel Aglietta y Sandra Moatti, *Le FMI De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica, París, 2000, pp. 110-111; Michel Aglietta y André Orléan, *La monnaie entre violence et confiance*, París, Odile Jacob, 2002, pp. 318-323.

18. Héctor Guillén Romo, *La contrarrevolución neoliberal*, ERA, México, 1997.

19. En su versión heterodoxa con una cobertura de 139%. Veyrune Romain, *op. cit.*, p. 83.

tituyó, una institucionalización de la dolarización. El tipo de cambio quedó rígidamente fijado de manera legal gracias a un acto parlamentario en un peso por dólar. Esta última moneda tenía curso legal en el territorio nacional donde se le utilizaba como medio de pago.

La caja de convertibilidad argentina recibió un importante apoyo de la comunidad financiera internacional y particularmente del FMI. El régimen cambiario instaurado en ese país tuvo en un principio un cierto éxito. Antes que nada permitió controlar la inflación acabando con la hiperinflación que sacudió al país hasta 1990. La instauración de la caja de convertibilidad inmediatamente revirtió la tendencia llevando progresivamente los precios a nivel de un dígito en 1994. Posteriormente, el sistema abrió la vía a un regreso de los capitales y a una remonetización de la economía. La expansión de la base monetaria en contrapartida de la entrada de capitales favoreció la expansión del crédito interno y del consumo. La economía real se reanimó asombrosamente. El crecimiento alcanzó 8% por año a principios de los noventa después de una catastrófica década de crecimiento negativo.

Los agentes actuaban como si confiaran en la permanencia de ingresos medios netamente más altos que en el pasado. Con el paso del tiempo cada vez más y más promesas fueron realizadas bajo la hipótesis de que la economía podría sostener un crecimiento real en el nuevo marco de la convertibilidad. Los agentes privados y en particular las familias no integraron en su comportamiento la degradación de las finanzas públicas y la posibilidad de que sus ingresos futuros se vieran afectados por importantes choques adversos. Esto último se confirma con la disminución del ahorro privado y el aumento del consumo privado. Por otro lado, cada vez que las autoridades tuvieron que hacer frente a choques o perturbaciones macroeconómicas respondieron redoblando el compromiso de mantener fijo el tipo de cambio con lo que alentaron la dolarización de los contratos. El gobierno prometió que rembolsaría puntualmente sus bonos en dólares, las empresas de servicios públicos privatizadas fijaron sus precios en dólares, los bancos prometieron devolver los depósitos en dólares y los prestatarios firmaron cuantiosos volúmenes de promesas de pago denominadas en dólares. Como es obvio, el cumplimiento de todos estos compromisos implicaba que la economía estaría en condiciones de generar suficientes ingresos en dólares. Esto último podría lograrse a través de aumentos de productividad, condiciones internacionales favorables a la exportación, políticas fiscales consistentes y voluntad de los prestamistas extranjeros de otorgar crédito suficiente.

Sin embargo, en condiciones de una completa alienación de la soberanía monetaria, los choques se transmitieron completamente a la economía. La estabilidad monetaria forzada de la caja de convertibilidad implica una flexibilidad integral de la economía real.<sup>20</sup> Las crisis sucesivas que sacudieron a México, Asia, Rusia y Brasil provocaron fuertes devaluaciones en numerosas monedas de países que son mercados o competidores de las exportaciones argentinas. El peso argentino se fue sobrevaluando cada vez más hasta llegar a cuando menos 30% en términos reales en el otoño de 2000 cuando la fuga de

20. Jean-François Ponsot, *La croissance économique dans le long terme. Formes historiques et perspectives*, op. cit., p. 272.

capitales comenzó. Esto ahogó el crecimiento y volvió deficitaria la balanza corriente. Las exportaciones dejaron de crecer y se endureció la oferta de crédito externo. Para frenar la hemorragia de divisas, el banco central aumentó las tasas de interés. Las cargas financieras aumentaron sobre las deudas en pesos y en dólares. La economía entró en recesión y en deflación desde 1998. Los bancos comerciales dejaron de prestar y la economía sólo se sostenía con el gasto público. Pero el alza de las tasas de interés y la baja de los ingresos fiscales provocada por la recesión se combinaron presionando a las finanzas públicas. Las cargas financieras de la deuda crecieron de manera exponencial aumentándola, lo que implica tasas de interés cada vez más elevadas para que los acreedores internos y externos acepten conservarla. Alcanzado este punto la confianza se hizo pedazos. La comunidad financiera internacional liderada por el FMI exigió un imposible reequilibrio presupuestal. Como comenta Paul Krugman, “los funcionarios del FMI –a semejanza de los médicos en la Edad Media, que insistían en sangrar a los pacientes y además repetían el procedimiento cuando la sangría los había dejado aún más enfermos– prescribieron austeridad y más austeridad, hasta el final”.<sup>21</sup> En estas condiciones, los recortes brutales en los gastos públicos interrumpieron la provisión de servicios públicos esenciales y cesaron el pago de los empleados públicos. Cuando el FMI rechazó desbloquear un crédito a principios de diciembre de 2001, la hemorragia de capitales hizo que el peso escaseara para las transacciones corrientes. El gobierno utilizó medios de financiamiento no ortodoxos como la emisión de “monedas de emergencia” por parte de las autoridades provinciales. Así, varias provincias crearon monedas de apoyo, ratificando el fraccionamiento monetario.<sup>22</sup> Con ello el Estado era cuestionado, ya que por un lado violaba la regla de emisión que se había impuesto durante diez años y, por el otro, aceptaba el cuestionamiento de su monopolio sobre la emisión monetaria. Las redes de trueque permitieron a muchos argentinos sobrevivir en lo más fuerte de la crisis.<sup>23</sup> En un acto desesperado, el gobierno decidió bloquear las cuentas bancarias, con la excepción de una suma muy limitada. Esta última medida desencadenó una explosión social que hizo huir al poder ejecutivo. Tras una semana de vacío de poder, el Parlamento designó un presidente hostil a la caja de convertibilidad. Se abolió la ley de convertibilidad, se decretó una moratoria sobre la deuda pública y el tipo de cambio se volvió flexible. El caso argentino demostró que la salida de una caja de convertibilidad puede efectuarse sin trastornos importantes de los usos monetarios anteriores y en el momento deseado por las autoridades políticas y monetarias.

Con la pesificación del sistema, el país volvió a tener una autoridad monetaria, esto es, el Banco Central recuperó los instrumentos fundamentales de la política monetaria. El Banco Central puede ahora, por ejemplo, recurrir a las operaciones de mercado abierto para regular la liquidez o aplicar instrumentos de regulación de los capitales volátiles desestabilizadores. En estas condiciones, la pesificación permitió la desinflación y la estabili-

21. Paul Krugman, *El gran engaño*, op. cit., p. 311.

22. Jorge Schvarzer y Hernán Finkelstein, “Bonos, casi monedas y política económica”, *Realidad Económica*, núm. 193, enero de 2003.

23. Jérôme Blanc, *Les monnaies parallèles, Unité et diversité du fait monétaire*, L'Harmattan, París, 2000, pp. 271-274.

zación rápida del cambio, aunque fue objeto de críticas en razón de las múltiples medidas de carácter redistributivo que acompañaron el proceso. En particular se hace referencia a la pesificación asimétrica del pasivo y del activo bancario o a las modalidades de indización ulterior de los contratos pesificados.<sup>24</sup>

La experiencia Argentina demostró que la primera condición a satisfacer con el fin de crear y sostener una caja de convertibilidad es la de contar con suficientes reservas en divisas para hacer frente a los compromisos de convertibilidad y ganar la necesaria credibilidad interna y externa, lo que supone un prestamista internacional en última instancia muy activo. Este papel lo desempeñó de manera obligada y forzada hasta diciembre de 2001 el FMI. El rechazo a continuar jugando este papel precipitó la crisis de confianza y demostró que mientras no se solucionen los desequilibrios estructurales resulta ilusorio y costoso el anclaje radical de la paridad cambiaria en una caja de convertibilidad. Su instauración es una invitación a ataques especulativos similares a los que conoció México en 1994 y 1995 y equivale a ponerse una camisa de fuerza: “el costo de volver atrás o de alterar la paridad con posterioridad, sube exponencialmente al trastocar de raíz esperanzas fundadas o infundadas de los agentes económicos”.<sup>25</sup> Sin embargo, a pesar de los problemas que vivía Argentina con la caja de convertibilidad otra “solución de esquina” comenzó a ganar terreno en América Latina: la dolarización.

## La dolarización

La dolarización es una especie de caja de convertibilidad *plus*<sup>26</sup> en la medida en que no se limita simplemente a anclar la paridad en la moneda extranjera y a determinar las variaciones de la base monetaria en función de las variaciones de la reserva. Se puede interpretar como una forma particular de redoblar la apuesta a un tipo de cambio fijo, saliendo de la convertibilidad en una dirección contraria a la devaluación. El dólar (u otra moneda extranjera, xenomoneda) sustituye pura y simplemente a la moneda local y se cancela la posibilidad de devaluación. El país renuncia a la posibilidad de poner fin a una eventual sobrevaluación y paga el precio en términos de competitividad y de balanza corriente. En este sentido, la dolarización representa una medida más radical que la caja de convertibilidad.

En tanto que la caja de convertibilidad busca fortalecer la moneda local, la dolarización resulta de un proceso de pérdida total de confianza en las funciones tradicionales de la moneda, ocasionada por la ausencia de credibilidad en su valor intertemporal. En sentido estricto, la dolarización es el proceso de remplazo con el dólar de Estados Unidos (o del euro y en ese caso podemos hablar de euronización) de las monedas nacionales preexistentes como unidad de fijación del precio de los bienes, de instrumento de pago

24. Aldo Ferrer, “Recuperación y crecimiento: tiempos e instrumentos de la política económica argentina”, *Comercio Exterior*, mayo de 2004, p. 413.

25. D. Ibarra y J. C. Moreno-Brid, *op. cit.*, p. 252.

26. Fred Bergstein, “La dollarisation: principes et enjeux”, *L'Economie Politique*, núm. 5, Primer Trimestre de 2000.

y de detención del ahorro (dolarización oficial). En sentido amplio, el término dolarización designa una situación en la cual el dinero extranjero sustituye al dinero local en cualquiera de sus tres funciones (dolarización no oficial, de *facto* o informal).

Respecto a su significado amplio, dolarización de *facto*, se puede señalar que los agentes económicos en ciertos contextos (crisis inflacionaria, escasez de medios de pago y de bienes, desarrollo de redes comerciales y financieras transfronterizas, proliferación de actividades clandestinas ilegales)<sup>27</sup> sustituyen la moneda nacional con una moneda fuerte siguiendo lo que algunos autores denominaron la ley de Gresham al revés.<sup>28</sup> Se trata de una reacción de los agentes económicos racionales confrontados a una pérdida de eficiencia de la moneda nacional.<sup>29</sup> Así, durante las hiperinflaciones que se desarrollaron en Europa después de la primera guerra mundial, los agentes económicos se pusieron a acumular divisas, posteriormente a contar e incluso a pagar en monedas extranjeras sus transacciones internas.<sup>30</sup> Este tipo de dolarización observada también en numerosos países latinoamericanos desde los años setenta condujo a una intensificación de la transferencia de ingresos, de patrimonios y de activos reales. La dolarización (o eurorización) de *facto* u oficiosa puede ser parcial con pluralidad monetaria como en la mayoría de las economías de América Latina o total con exclusividad monetaria como en Kosovo donde el euro remplazó al marco alemán.<sup>31</sup>

En este apartado nos ocuparemos de la dolarización en un sentido estricto, es decir, de la dolarización oficial o de *jure* integral decidida de manera unilateral sin negociación entre el país dolarizado y el “país tutor”. En este caso se trata de remplazar la moneda nacional con una moneda extranjera otorgándole unilateralmente poder liberatorio ilimitado en el territorio del país considerado, desapareciendo la moneda local o reduciéndola a un papel subsidiario.

La moneda no sólo es un simple instrumento económico. Posee dimensiones políticas y sociales irreductibles. “La moneda es un símbolo fuerte de pertenencia a una misma entidad política, económica y social”.<sup>32</sup> Sin embargo, el discurso económico hegemónico

27. Jérôme Blanc, *op. cit.*, pp. 131-135.

28. Contrariamente a la Ley de Gresham que se aplica a monedas con un valor intrínseco como las metálicas, en el caso que nos ocupa es la buena moneda la que remplace a la mala. Pablo E Guidotti y Carlos A Rodríguez, “Dollarization in Latin America. Gresham’ Law in Reverse?”, *IMF Staff Papers*, vol. 39, núm. 3, septiembre de 1992.

29. En este último caso se hace también la distinción entre sustitución de monedas y sustitución de activos. La primera se refiere a fenómenos de sustitución de moneda debido a motivos de transacción en tanto que la segunda resulta de consideraciones de riesgo y rentabilidad de los activos locales y extranjeros. Marco Baquero Latorre, “Dolarización en América Latina: una cuantificación de las elasticidades de sustitución entre monedas”, *Monetaria*, CEMLA, julio-septiembre de 2000.

30. John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. IV, The Royal Economic Society, 1971, p. 41.

31. Hervé Boismery, “Substitution monétaire et dollarisation: aspects socio-économiques”, *Economies et Sociétés*, núm. 33, 1/1996; Jean-François Ponsot, “La relation Banque centrale-banques commerciales dans un régime de dollarisation: le cas de l’Equateur», *Rapport d’études pour l’Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*, julio de 2004; Sylviane Guillaumont Jeanneney, “La politique économique en présence de substitutions de monnaies”, *Revue économique*, mayo de 1994.

32. Bruno Théret, “Les dimensions sociopolitiques de l’euro”, *Problèmes économiques*, núm. 2597, (30/12/1998), p. 27.

sobre la moneda en las sociedades contemporáneas sólo pone el acento en su dimensión funcional que remite a sus funciones de medida de los precios, de medio de pago y de reserva de valor. En tanto que el análisis de la dolarización de *facto* ha privilegiado una concepción funcionalista, la dolarización de *jure* insiste en el hecho de que la moneda es una institución e interpreta la dolarización como una manifestación de la crisis de la moneda –institución que lesiona la soberanía monetaria.<sup>33</sup> Como institución la moneda recubre una dimensión simbólica de identificación. Constituye un vector de identificación de una comunidad al igual que la bandera, el himno y otros símbolos patrios. Así, hay que tener presente que la moneda constituye un *símbolo político de identidad nacional*,<sup>34</sup> que la esencia de la moneda es política y que las relaciones monetarias reflejan la jerarquía de poderes entre estados soberanos. En pocas palabras, la dimensión política es crucial para comprender la dinámica de la integración monetaria.

La dimensión simbólica y de identificación de la moneda prevalece porque la moneda es ante todo una unidad de cuenta única definida por una autoridad reconocida como legítima por la comunidad. Esa autoridad es la única habilitada para designar la unidad de cuenta única. Proclamando su validez, la moneda unidad de cuenta es institucionalizada. Cuando la dolarización interviene, los agentes económicos abandonan la unidad de cuenta local, ya que por diversas razones han perdido la confianza<sup>35</sup> en ella, y se inclinan por una unidad de cuenta exterior a la comunidad. La estabilidad de la unidad de cuenta constituye un elemento esencial de la confianza. Cuando ésta no es asegurada, la confianza colectiva en la moneda es sacudida y su aceptación por los otros cuestionada, afectando toda la organización monetaria. El paroxismo de la pérdida de la estabilidad de la unidad de cuenta se alcanza durante la hiperinflación, período durante el cual el gobierno es incapaz de garantizar la calidad de la moneda. La pérdida de control debido a políticas económicas inadecuadas (por ejemplo, cuando el Estado abusa de la creación monetaria para financiar el déficit presupuestal) conduce al gobierno a “importar la calidad monetaria”.<sup>36</sup> La caja de convertibilidad es una tentativa en este sentido. Sin embargo, la regla de convertibilidad de la base monetaria con activos extranjeros en muchas ocasiones no basta para restablecer la confianza en la moneda local. En esas condiciones, la dolarización oficial aparece como una solución más propicia y más radical.

Los análisis institucionales de la moneda insisten sobre su dimensión espacial.<sup>37</sup> Según esos análisis, la aparición de la moneda no responde a la necesidad de disponer de

33. Jean-François Ponsot, *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*, op. cit., p. 24.

34. “La moneda remite al príncipe y más generalmente a una organización política de la sociedad... La moneda es inseparable de un orden o de un poder. A todo sistema monetario se le asigna un límite, el de la aceptación de los medios de pago. El área de extensión del sistema de pagos se confunde con el de la soberanía de la institución que emite la moneda legal. Moneda y soberanía están entonces estrechamente vinculadas”. Jean Cartelier, *La monnaie*, Flammarion, París, 1996, p. 96.

35. “No hay moneda sin confianza”, Michel Aglietta y André Orléan, op. cit., p. 9.

36. Jean-François Ponsot, *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*, op. cit., p. 25.

37. Jean-François Ponsot, *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*, op. cit., pp. 30-31.

un bien intermediario en los intercambios, sino de contar los bienes producidos por una sociedad. La moneda prevé una medida de la riqueza social producida. Permite contar el producto. Gracias a la moneda, las riquezas heterogéneas creadas son homogeneizadas en el seno de un mismo espacio. En estas condiciones, el espacio monetario coincide con el espacio social de producción.

Desde el surgimiento de los espacios políticos en torno a los Estados-nación, la coincidencia del espacio monetario con el espacio social de producción privilegió la relación de una moneda con una nación. Con fenómenos como la constitución de la zona euro, la aparición de monedas paralelas y la dolarización, la coincidencia del espacio monetario con el espacio nacional deja de existir. En particular la dolarización oficial integral acaba con la coincidencia entre el espacio monetario y el espacio social de producción. Con la dolarización, dos espacios sociales de producción cohabitan con un espacio monetario común. El espacio social de producción del país dolarizado y el espacio social de producción de Estados Unidos comparten el espacio monetario del dólar.

La dolarización oficial integral decidida de manera unilateral constituye la organización monetaria que prevalece en los territorios anexados por Estados Unidos (Puerto Rico, Guam...) o en una pluralidad de territorios insulares (Micronesia, Islas Marshall). En Europa se verifica la misma situación en los casos de Mónaco y San Marino que utilizan el euro como moneda y de Liechtenstein que emplea el franco suizo. Se trata de países pequeños con estatutos particulares, muy abiertos al exterior, sin control de las transferencias de capitales. Muchos de estos países dolarizados o euroizados son a menudo denunciados como paraísos fiscales deshonestos.

En América Latina es bien conocido el caso de Panamá. Este país dolarizado desde 1903 constituyó hasta muy recientemente la excepción entre los países independientes de talla significativa.<sup>38</sup> En efecto, a principios de 2001 Ecuador y El Salvador decidieron unilateralmente dolarizar sus economías sometidas a la presión de la hiperinflación o en un contexto de crisis social.<sup>39</sup> Estos países se decidieron por esta solución constatando el fracaso de las políticas anteriores y la súbita ausencia de credibilidad de las autoridades nacionales. Estas últimas se ven obligadas a cambiar de moneda al haber perdido completamente la confianza de los ciudadanos. La dislocación de la economía y la incapacidad para resolver el problema gracias a una devaluación o la instauración de un nuevo régimen cambiario obliga a las autoridades a "pedir prestada credibilidad" a un país en mejor situa-

38. Zenón Quispe M y Carlos Pereyra P., "¿Es conveniente una dolarización total en una economía con dolarización parcial?", *Monetaria*, CEMLA, enero-marzo de 2001, p. 65.

39. El de Guatemala es un caso especial. Este país adoptó en 2001 un régimen bimonetario con el quetzál y el dólar como monedas. En ese año entró en vigor una Ley de Libre Negociación de Divisas que otorga curso legal al dólar en transacciones comerciales y financieras. Igualmente se autoriza la contratación de obligaciones en moneda extranjera a cualquier empresa o individuo y la expresión de los precios internos en dólares. A diferencia de Ecuador y El Salvador, el país continuará con una política de tipo de cambio flexible y el Banco Central conservará su prerrogativa de modificar la base monetaria emitiendo circulante. Es decir, que en Guatemala se legaliza la presencia del dólar en la economía pero no se renuncia al uso de la política monetaria y cambiaria. David Ibarra, Juan Carlos Moreno-Brid, Jesús García y René Hernández, "La dolarización en El Salvador: implicaciones, ventajas y riesgos", *Investigación Económica*, abril-junio de 2004, núm. 248, pp. 76-77.

ción y a renunciar a la soberanía monetaria. En lugar de sufrir periódicamente problemas con monedas “menores” afectadas por las hiperinflaciones, los disturbios políticos o por políticas económicas erróneas se trata pura y simplemente de remplazarlas con alguna moneda “mayor” mucho más estable y más líquida como el dólar de Estados Unidos.

La adopción de la dolarización representa ventajas y costos para los países dolarizados. La literatura sobre el tema enumera cuatro ventajas.<sup>40</sup>

- *Reducción de la inflación.* Los autores favorables a la dolarización destacan que el hecho de remplazar una moneda nacional cuyo poder de compra se erosiona con el transcurso del tiempo con una moneda más estable y reconocida por el mercado constituye una ventaja. Consideran que la irrevocabilidad de la decisión de adherir a la política monetaria de Estados Unidos permitirá la reducción de la inflación a las tasas de dicho país. De hecho, la reducción de la inflación resultaría sobre todo del efecto disciplina debido a la instrumentación de condiciones monetarias restrictivas, más particularmente a la imposibilidad de financiar el déficit público con creación monetaria. En contraposición a lo anterior, los críticos de la dolarización sostienen que el régimen de flotación pura no significa la discreción total o la ausencia de reglas. Muy por el contrario, sostienen que varios países con régimen de flotación han adoptado una política monetaria que limita la discreción imponiendo, con buenos resultados, objetivos en materia inflacionaria (por ejemplo, Chile)
- *Profundización financiera.* La ventaja atribuida a la dolarización es la de facilitar la integración del mercado financiero nacional en la medida en que el ahorro se hace en la nueva unidad y las operaciones a través de las fronteras se realizan sobre esta misma base. La necesidad para los residentes de diversificar artificialmente y en algunos casos costosamente su cartera desaparece. Los prestatarios con planes de largo plazo ya no se enfrentarán a la disyuntiva de endeudarse en dólares y aceptar el riesgo cambiario o tomar créditos de corto plazo en moneda nacional y afrontar el desfase (*maturity mismatch*) entre sus activos y sus pasivos. Con la dolarización los residentes pueden acceder a créditos en los plazos deseados y en la moneda de uso diario. A este respecto, frecuentemente se pone como ejemplo a Panamá, país que se dolarizó a principios del siglo veinte y que constituye la única economía latinoamericana líquida y bien organizada, con créditos hipotecarios de hasta 30 años. Sin embargo, los críticos de la dolarización responden diciendo que si bien es cierto que el sistema financiero panameño se caracteriza por su complejidad y solidez, esto no resulta necesariamente de la dolarización. El surgimiento del sistema financiero panameño data de 1970 con una ley que liberalizaba los requerimientos de colocación de los bancos extranjeros, fortalecía el secreto bancario y permitía una movilidad total del capital. Como resultado, los prestatarios panameños pueden acceder a los mercados financieros y tomar

40. Henri Bourguinat, *L'EURO au défi du Dollar, Essai sur la monnaie universelle*, Economica, París, 2001, capítulos 3 y 4; Henri Bourguinat y Larbi Donhni, “La dollarisation comme solution en dernier ressort”, *Revue française d'économie*, núm.1, vol. XVII, 2003. Véase también Zenón Quispe y Carlos Pereyra, *op. cit.*

créditos a tasas frecuentemente más bajas que el gobierno. En estas condiciones, el reducido *spread* entre las tasas internas e internacionales se explica más por la apertura del sistema bancario panameño que por la dolarización

- *Baja regular de las tasas de interés por reducción de las primas de riesgo.* La eliminación del riesgo cambiario o riesgo de devaluación de la moneda interna es el beneficio más obvio que suele asignársele a la dolarización. La eliminación del riesgo de devaluación a su vez reduce el riesgo soberano (o riesgo país) que durante los períodos de tensión como durante la crisis de los mercados emergentes en los noventa determinó la actitud de los inversionistas hacia los países como sujetos de crédito. Pero en la medida en que el riesgo país subsiste los inversionistas extranjeros continuarán reclamando un suplemento de rendimiento. Las primas de riesgo sobre las tasas de interés seguirán existiendo en función del desempeño de las autoridades fiscales, la calidad del sistema financiero y la flexibilidad de los mercados de bienes y de trabajo. Si bien es cierto que en ausencia de dolarización las tasas de interés se incrementan por el monto de la prima de riesgo, en el caso de Chile este costo es relativamente bajo ya que la prima de riesgo en este país es relativamente baja con relación a la de otros países. Esto se ha logrado en un sistema de flotación cambiaria con metas inflacionarias. Finalmente, los críticos de la dolarización opinan que esta última no implica necesariamente una convergencia hacia las tasas de interés de Estados Unidos en función del riesgo país originado por un “riesgo confiscatorio”. Dicho riesgo se presenta cuando existe el temor de que una súbita pérdida de confianza en el país dolarizado conduzca a un retiro masivo de depósitos, a una fuerte restricción de la liquidez bancaria y a un descenso de la actividad económica
- *Disciplina financiera creciente.* Los defensores de la dolarización consideran que ésta alienta la disciplina fiscal en relación con los sistemas de flotación o de fijación, ya que elimina la posibilidad de monetizar el déficit fiscal, es decir, que suprime la posibilidad de emitir moneda para financiar los déficit públicos. La dolarización permitiría a los países que la adoptan eludir totalmente las presiones políticas locales de tipo populista que impiden frecuentemente a los bancos centrales resistir a las demandas de monetización de los déficit presupuestarios y al otorgamiento de subsidios indebidos. Esto significa que el déficit debe financiarse a través del endeudamiento y no imprimiendo dinero. A este respecto, los críticos de la dolarización sostienen que Panamá mostró varios de los problemas que durante varias décadas agobiaron a América Latina. Particularmente hasta fines de los ochenta Panamá tuvo un sector público grande e ineficiente, cuyo gasto corriente representaba más de 25% del PIB.

Frente a todas estas ventajas subrayadas por los defensores de la dolarización, sus críticos llaman la atención sobre diversos *costos y desventajas*.

- *Costos administrativos.* La transición de la moneda nacional al dólar o a cualquier xemoneda implica la conversión de los precios y la mutación del sistema de pagos lo que supone gastos importantes entre los que destacan cambios en los distribuidores de billetes, programas de computación de los bancos, etcétera.

- *Pérdida del señoreaje.* El derecho de emitir moneda es un “derecho del señor”. En efecto, la palabra “señoreaje” hace referencia al impuesto que los señores feudales obtenían cuando convertían el oro no monetario en piezas. El “señoreaje” sigue siendo importante en el mundo actual de papel moneda. El derecho de emitir moneda constituye una preciosa fuente de ingresos para que los gobiernos puedan hacer frente a su gasto público.<sup>41</sup> Imprimir moneda no tiene casi costo y los billetes y monedas pueden cambiarse por bienes y servicios. Así, en su forma más estrecha el “señoreaje” corresponde a la diferencia entre el costo de producción de los billetes y las monedas y su poder de compra que es evidentemente muy superior. Más ampliamente definido, el “señoreaje” depende de la base monetaria que corresponde no sólo a los billetes y monedas en circulación sino también a las reservas de los bancos (billetes y monedas guardadas en los cofres más los depósitos en el banco central). En algunas ocasiones conviene distinguir el “señoreaje” bruto del “señoreaje” neto. El “señoreaje” bruto corresponde a las ganancias de emisión sin tomar en cuenta sus costos. El “señoreaje” neto resulta de deducir de las ganancias de emisión los gastos de impresión de los billetes, de fabricación de las monedas y de funcionamiento del Banco Central.

El “señoreaje” no siempre es percibido por el gobierno del país local. Existen tres situaciones en las cuales estos ingresos son apropiados por alguna entidad diferente del gobierno local.

La historia monetaria nos informa que durante mucho tiempo el sector privado tuvo derecho de imprimir papel moneda y, gracias a ello, el derecho de percibir total o parcialmente el “señoreaje”. Antes de la unificación del sistema bancario por medio de un banco central los bancos privados emitían moneda. Hay quienes han sostenido en una posición extrema neoliberal de libre mercado que debería reintroducirse este sistema de creación privada de dinero.<sup>42</sup>

El segundo caso en el cual los ingresos del “señoreaje” van a dar a alguna entidad diferente del gobierno local es el de la sustitución de monedas (dolarización no oficial). Como se señaló, ésta se presenta cuando el banco central local goza del monopolio de creación de moneda nacional pero en virtud de una historia de inestabilidad monetaria los residentes del país utilizan también una moneda extranjera para las transacciones internas. De este modo hay dos monedas que funcionan como medio de cambio y el “señoreaje” lo comparten el gobierno nacional y el gobierno extranjero.

El tercer caso es de la dolarización oficial, es decir, cuando un país decide unilateralmente emplear la moneda de otro país. En este caso es el gobierno del país emisor el

41. A título de ejemplo, entre 1975 y 1985 el “señoreaje” representó en México 18% de los ingresos del gobierno y 2.71% del PIB. En el caso de Bolivia dichas cifras fueron de 139.50 y 5 por ciento, respectivamente. En este último país el “señoreaje” aportó recursos significativamente mayores que todas las otras fuentes de ingreso del sector público. En estas condiciones, no debe sorprender que Bolivia haya experimentado una de las peores hiperinflaciones de la historia mundial al final del período considerado. Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín, B., *Macroeconomía en la economía global*, Prentice, México, 1994, p. 334.

42. Friedrich Von Hayek, *Denationalization of Money*, Institute of Economic Affairs, Londres, 1976.

que gana el “señoreaje”. Por ejemplo, Ecuador y El Salvador utilizan el dólar americano como moneda oficial. La falta de moneda local significa que los gobiernos de Ecuador y de El Salvador renuncian a la posibilidad de percibir “señoreaje” en favor del gobierno de Estados Unidos. Si los residentes de Ecuador y El Salvador quieren aumentar su tenencia de dinero, el país en su totalidad tiene que lograr un excedente de la balanza de pagos, sea obteniendo los dólares en préstamo o acumulándolos mediante un excedente comercial. En caso de que se elija el camino del préstamo, la deuda tiene que servirse de todos modos, de tal suerte que en cualquier caso el país tiene que entregar bienes o servicios reales a cambio de su acumulación de moneda extranjera. Por otra parte, Estados Unidos obtiene recursos reales por el privilegio de imprimir los billetes que usan ambos países. De lo anterior podemos concluir que toda economía dolarizada unilateralmente soporta una transferencia neta de recursos en favor del país “tutor”

Algunos autores como Guillermo Calvo<sup>43</sup> sostienen que el país dolarizado puede firmar un acuerdo con Estados Unidos para compartir el “señoreaje”. Cualesquiera que sea la ingeniosidad de la fórmula para compartir el “señoreaje” el problema central, como señala Henri Bourguinat,<sup>44</sup> permanece: el interés que pueda tener Estados Unidos en compartir dicho “señoreaje”. No queda claro lo que podría ganar Estados Unidos con esta solución y es probable que sea mal aceptada por su Congreso siempre reticente a otorgar subsidios a los países extranjeros si no hay una contrapartida política o económica atractiva

- *Pérdida del prestamista de última instancia.* Una de las desventajas y costos asociados a la dolarización es la pérdida del banco central local como prestamista de última instancia. En caso de desórdenes financieros profundos como corridas bancarias o incumplimientos en el pago de la deuda, la contrapartida de la dolarización radicaría en la incapacidad de los bancos centrales nacionales para detener el proceso de contagio suministrando la liquidez exigida frente a la amenaza de insolvencia general. Ellos habrían perdido la función de proveedores últimos de liquidez. Ya no habría prestamista de última instancia

A esto los defensores de la dolarización responden con dos argumentos: *a)* consideran que debido al azar moral que a menudo empuja a la toma de riesgos excesivos por parte de los bancos comerciales que confían demasiado en una eventual ayuda del Banco Central, la supresión del prestamista de última instancia podría conducir a una mayor disciplina y contribuir así a evitar las crisis financieras, y *b)* es un error pensar que el papel de prestamista de última instancia está necesariamente vinculado a la capacidad de emitir dinero. Más específicamente Guillermo Calvo sostiene que existen métodos alternativos como la creación de un fondo de estabilización o el establecimiento de líneas de crédito contingentes con los bancos privados. En este caso se trataría de que los países acuerden arreglos especiales con terceros para obtener fondos de emergencia. En la práctica esto se presenta como un problema o un costo adicional de la dolarización. Aquí se vuelve evidente que el sistema bancario de una

43. Guillermo A Calvo, “On Dollarization” (*mimeo*), Universidad de Maryland, 1999.

44. Henri Bourguinat, *op. cit.*, p 67.

economía oficialmente dolarizada sólo es viable con relaciones privilegiadas con el sistema bancario del país emisor o con un acceso fácil a los euromercados. De cualquier manera, con la desaparición del prestamista de última instancia *nacional* se ataca a un símbolo fuerte de la soberanía monetaria del país dolarizado

- *Pérdida de independencia respecto a la política monetaria estadounidense.* La dolarización unilateral tiene el inconveniente de anular la política monetaria interna. Resulta claro que al adoptar el estándar monetario extranjero, el país dolarizado acepta necesariamente la política monetaria del país emisor de la moneda “importada”. Un país sin política monetaria pierde un instrumento que puede ayudar a las autoridades a contrarrestar los efectos de un choque sobre la economía interna. En efecto, en caso de choque no puede contarse ya con el apoyo de un relajamiento de la política monetaria o de una regulación contracíclica. La incapacidad de responder a esos choques, cuando simultáneamente se ha renunciado a cualquier posibilidad de ajuste cambiario, puede producir grandes y prolongadas fluctuaciones en la inversión, el producto y el empleo. Las políticas económicas para enfrentar un choque adverso en condiciones de dolarización unilateral tienen un componente deflacionario más acentuado y persistente en términos de empleo, de producción y de pobreza que en ausencia de la dolarización. Así, por ejemplo, un deterioro abrupto de los términos de intercambio no provocará la típica crisis de balanza de pagos e inflación, sino que se manifestará en una contracción más severa y más larga de los niveles de actividad y de empleo

A ello se responde diciendo que la renuncia a la política monetaria es justamente una de las ventajas de la dolarización, ya que la experiencia latinoamericana ha demostrado que en este continente las políticas son frecuentemente pro y no contracíclicas. Dichas políticas han sido incapaces de regular la coyuntura elevando las tasas de interés cuando la coyuntura es alta y disminuyéndolas cuando es baja. De cualquier manera, se constata la desaparición de un instrumento importante del ajuste y la sumisión a la política monetaria del “país tutor”. Si se trata de Estados Unidos es muy probable que esto imponga al país dolarizado un impulso desfasado si el ciclo de esa economía no está sincronizado con el ciclo del país dolarizado. Además, es difícil imaginar que la Reserva Federal se preocupe por integrar los intereses del país dolarizado a sus propios objetivos de política monetaria en caso de existencia de desfase de los ciclos. No hay que olvidar que las autoridades estadounidenses tuvieron intercambios informales con Argentina y Hong Kong sobre las condiciones de una dolarización total de estos países y de una redistribución de los ingresos de señoreaje. Por el contrario, claramente excluyeron que tal decisión pudiera llevar a Estados Unidos a ajustar su política de tasas de interés, de supervisión bancaria o de acceso al redescuento de la Fed.<sup>45</sup>

La enumeración anterior de las ventajas y costos de la dolarización tiene una seria limitación: pasa por alto los ganadores y perdedores en el proceso de dolarización. En efecto, se ignoran los efectos redistributivos de las ganancias y las pérdidas de remplazar la moneda nacional. Ahora bien, resulta claro que las ganancias y las pérdidas no se reparten

45. Jérôme Sgard, “La crise équatiorienne et l’architecture financière internationale”, *La lettre du CEPII*, núm. 188, marzo de 2000.

equitativamente entre todos los agentes económicos. Habrá ganadores y perdedores potenciales con la dolarización. Los *ganadores* se encontrarán por el lado de los grupos más dinámicos de la economía que aprovecharán la estabilidad macroeconómica resultante de la utilización del dólar, en particular del lado de las grandes empresas productoras de bienes comerciables (bienes que compiten con los bienes extranjeros en los mercados interiores o extranjeros). Ganarán también los prestatarios que resultarán beneficiados con la disminución de las primas de riesgo en las tasas de interés y podrán pedir prestado más barato en el mercado internacional de capitales o acceder más fácilmente a los servicios financieros correspondientes. Así, para los apologistas de la dolarización, esta última aumentará las opciones financieras ofrecidas a los gobiernos de las economías emergentes aumentando con ello la estabilidad financiera. Los *perdedores* en el proceso de dolarización se encontrarán por el lado de los productores del sector de bienes no comerciables, como los pequeños agricultores, los artesanos y los trabajadores del sector informal. De una manera más general saldrán perdiendo todos aquellos que serán obligados a seguir una política económica, sobre todo monetaria, que responderá a los intereses del “país tutor”, Estados Unidos. Este aspecto olvidado explica la violenta resistencia en Ecuador por parte de la población indígena, los sindicatos y los pequeños campesinos que velan en la dolarización un preludio a la “panamización” de su economía.

Como lo ha demostrado Benjamín Cohen<sup>46</sup> el caso de Panamá es muy elocuente. Este país tomó conciencia a finales de los años ochenta de todas las restricciones externas a que los sometía la dolarización. En marzo de 1988, los haberes panameños en los bancos de Estados Unidos fueron congelados y todos los pagos y transferencias de dólares hacia Panamá fueron prohibidos en el marco de una acción de la administración Reagan tendiente a separar al general Noriega del poder en virtud de las acusaciones de corrupción y tráfico de drogas en su contra. El resultado no se hizo esperar: la mayoría de bancos del país debieron cerrar y la economía fue estrangulada por una severa falta de liquidez. Washington logró desmonetizar la economía panameña. Los efectos sobre la economía fueron devastadores, a pesar del intento de las autoridades panameñas de crear rápidamente una moneda de sustitución, principalmente emitiendo cheques de valor fijo con la idea de utilizarlos como efectivo. El país resultó realmente privado de moneda y la producción nacional cayó 20% en el año. Aunque las sanciones resultaron insuficientes para desalojar a Noriega y fue necesaria una invasión y la ocupación temporal del país, no quedó ninguna duda de que la restricción monetaria fue dolorosa y contribuyó ampliamente a la caída de Noriega. La lección es clara: el “país tutor” cuenta con un poderoso instrumento de influencia y de coacción sobre el país dolarizado y este último no puede tener ningún diferendo político serio con su tutor. En última instancia si un país acepta “prestar” su moneda es obvio pensar que esto no se hace sin contrapartida.

El ejemplo de Panamá demuestra claramente que con el abandono de su moneda nacional, el país dolarizado pierde un símbolo de su identidad nacional, un ingreso en última instancia (el señoreaje), una parte de su autonomía y la posibilidad de desarrollar una estrategia de desarrollo nacional. Como señala Benjamín Cohen, “la dolarización es

46. Benjamín J. Cohen, “Dollarisation: la dimension politique”, *L'Economie Politique*, núm. 5, primer trimestre de 2000.

una relación jerárquica que ofrece pocas posibilidades de compensación directa y no permite necesariamente jugar un papel en la toma de decisiones".<sup>47</sup> Es el "país tutor" el que se aprovecha de su posición ventajosa que acompaña una utilización más amplia de su moneda fuera de sus fronteras, ganando un instrumento poderoso de influencia y de coacción sobre la economía del país dolarizado. Esto explica, entre otras cosas, la actitud de neutralidad pasiva (*benign neglect*) adoptada por Estados Unidos frente a las dolarizaciones ecuatoriana y salvadoreña. Ese país obtiene ventajas sin verse obligado a otorgar nada a cambio. Se trata de una solución que origina una auténtica subordinación no sólo política sino también económica que corre el riesgo de suprimir toda libertad de maniobra del país dolarizado. Dicho de otra manera, la dolarización total equivale a "poner en manos extranjeras el monopolio legítimo de la violencia de la moneda".<sup>48</sup> Ello demuestra que la dolarización no sólo es una noción económica o técnica que se podría dilucidar sin tomar en cuenta el contexto político. Se trata de un concepto de economía política.<sup>49</sup>

El principal problema de la dolarización radica en transferir la carga del ajuste hacia instrumentos diferentes al tipo de cambio y la política monetaria. En caso de choques externos o internos puede obligar a recurrir a instrumentos socialmente costosos para sostener la actividad. Las bajas de salarios pueden intervenir para restaurar o mejorar la competitividad precio que ya no puede apoyarse en el mecanismo devaluatorio. Además, las crisis de liquidez no se excluyen, pues el banco central ya no puede intervenir para emitir moneda. En el caso de Argentina la caja de convertibilidad fue suficiente para engendrar una crisis bancaria severa. Con la dolarización se da un paso suplementario en el sentido de la rigidez. Adicionalmente, se puede observar que en la medida en que la dolarización excluye toda posibilidad de financiar el gasto público por la vía monetaria, se corre el riesgo de que aumente el endeudamiento externo. Finalmente, se comprende que si el dólar se aprecia ello incidirá negativamente sobre la competitividad de las exportaciones del país dolarizado. En este último caso, es a nivel interno que habrá que encontrar los elementos compensadores: restricción de gasto público, control de salarios, estímulos directos a la productividad interna, políticas internas de racionalización. Aunque algunas de estas soluciones pueden ser virtuosas otras no sólo no lo son, sino que, por el contrario, generan malestar social con los inherentes de disturbios y revueltas.

De cualquier manera, los resultados de la experiencia de dolarización oficial ecuatoriana son interesantes pero aún ambiguos.<sup>50</sup> Los agentes económicos se habituaron de manera impresionante al dólar y la inflación se redujo de 91.0 % en 2000 a 22.4% en 2001 y a 9.4% en 2002. Además, el país recuperó el crecimiento alcanzando 5.5% en 2001 y 3.8% en 2002. El desempleo disminuyó de 14.1% de la población activa en 2000 a 10.4% en 2001 y 8.6% en 2002. Sin embargo, se produjo lo que a menudo acontece

47. *Ibid.*, p. 101.

48. Bruno Théret, "La dollarisation: polysémie et enflure d'une notion", *Critique internationale*, núm. 19, abril de 2003, p. 70.

49. *Ibid.*, p. 78.

50. CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 2002-2003, pp. 211-219; Jean-François Ponsot, *op. cit.*, *Rapport d'études pour l'Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts et Consignations*.

cuando se utiliza una moneda extranjera “internalizándola”: el dólar fuerte mina la competitividad de las exportaciones ecuatorianas. La balanza de pagos sufrió un deterioro en 2002, ya que el déficit en cuenta corriente pasó de 2.6 a 4.8 por ciento del PIB, principalmente como resultado del fuerte aumento de las importaciones, mucho mayor que el de las exportaciones. Por otro lado, la falta de disponibilidades monetarias entorpece a las empresas locales. Los fondos para continuar con el reembolso de la deuda externa faltan y en 2002 el presupuesto registró un déficit de 8.4% del PNB. Se corre el riesgo de llegar a una especialización que limite la economía ecuatoriana a una producción que requiera mucha mano de obra poco calificada o un desarrollo masivo del desempleo en los sectores puestos en competencia directa con las industrias intensivas en capital del país tutor. En estas condiciones, la dolarización se ha vuelto muy impopular, su legitimidad es cuestionada y emergen proyectos de desdolarización que resultarán más complicados que el abandono de una caja de convertibilidad.<sup>51</sup>

De cualquier manera, los apologistas del mundo sin fronteras no se contentan con una caja de convertibilidad o una dolarización oficial unilateral. Quieren ir mas lejos proponiendo un proceso cooperativo como lo es una zona de integración monetaria entre los miembros del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

### La integración monetaria en el marco del TLCAN

La unión monetaria es una solución de concertación y de reparto del poder monetario que la dolarización excluye. Los elementos constitutivos de dicha unión son tres.<sup>52</sup>

- La convertibilidad de las monedas de los países miembros de la unión, es decir, la capacidad de intercambiarse sin restricción ni discriminación por divisas en el mercado de cambios. Dicha convertibilidad representa para un país la posibilidad de insertarse en la economía mundial
- La libertad total de movimientos de capitales
- La fijación irrevocable de los tipos de cambio, lo que supone que los tipos de cambio entre las monedas de los países miembro de la unión permanecen rigurosamente fijos. Sin embargo, dichos tipos permanecen flexibles respecto a las monedas del resto del mundo

La unión monetaria, cuyo funcionamiento no supone necesariamente la existencia de una moneda única entre los países que participan, ha sido objeto de un largo debate en el análisis económico que ha tratado de responder a la siguiente pregunta: ¿A partir de qué criterios se puede considerar que los espacios monetarios nacionales tienen interés en reunirse y formar una sola zona monetaria con una estructura de paridades fijas e irrevocable o una moneda única?

51. El caso de la dolarización unilateral de El Salvador lo dejamos de lado. Aunque interesante, se trata no sólo de una experiencia muy reciente (fines de 2000) cuyo análisis se complica por los efectos de los terremotos de 2001. Para una primera aproximación al tema véase David Ibarra, Juan Carlos Moreno-Brid, Jesús García y René Hernández, *op. cit.*

52. Pascal Kauffmann, *L'Euro*, Dunod, París, 1997, Capítulo 1.

El inicio del debate se remonta a principios de los años sesenta cuando el economista canadiense Robert Mundell introdujo el concepto de zona monetaria óptima.<sup>53</sup> Ésta es un espacio económico, por lo general un grupo de países, cuyo interés es poseer una moneda única, más que múltiples monedas con tipos de cambio variables. La teoría trata de definir los criterios que permiten identificar estas zonas de manera óptima. El primer criterio de optimización se refiere a la movilidad de los factores de producción, capital y trabajo. A este respecto Mundell sostiene que dos países deben fijar su tipo de cambio sólo si la movilidad de los principales factores de producción entre los dos países es suficientemente elevada. Los países entre los cuales existe una fuerte movilidad de factores son buenos candidatos para firmar un acuerdo de integración monetaria, ya que dicha movilidad puede ser un buen sustituto de la flexibilidad de la tasa de cambio en la búsqueda del ajuste de las cuentas externas. El planteamiento de Mundell debe ser matizado para tomar en cuenta, por un lado, el grado de apertura de los países considerados y, por otro el grado de diversificación del tejido productivo.

Respecto al primer punto, Ronald Mc Kinnon sostuvo que los beneficios resultantes de los menores costos de transacción aumentarían directamente a la par que el comercio y, por tanto, los países con un fuerte intercambio comercial serían buenos aspirantes a la integración monetaria.<sup>54</sup> Además, hizo notar que la depreciación de una moneda puede ser considerada como un sustituto de una difícil baja de salarios en un país afectado negativamente por un choque. Ahora bien, la depreciación tiene por efecto un aumento del precio de los bienes importados lo que produce, *ceteris paribus*, una baja de los salarios reales. Este fenómeno cuya amplitud es limitada en una economía poco abierta al exterior, puede ser de importancia para un país con un alto grado de apertura hacia el exterior. No se entiende en este caso por qué los asalariados aceptarían más fácilmente una pérdida de poder de compra resultante de una variación del tipo de cambio más que una baja directa de sus ingresos nominales. Si los asalariados integran las importaciones en el índice de precios que apoya las reivindicaciones salariales, la eficacia del ajuste a través del cambio será reducida, tanto más si las importaciones representan un porcentaje elevado del PIB. En estas condiciones el criterio de McKinnon surge sin dificultad: dos economías tendrán tanto menos que perder fijando su tipo de cambio, mientras más abiertas estén una respecto a la otra.

Respecto al segundo punto, Kenen propuso el criterio del grado de diversificación de la economía argumentando que las economías con mayor diversificación sectorial estarían en mejor posición para enfrentar disturbios de oferta y demanda sin requerir ajustes en el tipo de cambio.<sup>55</sup> En efecto, Kenen puso énfasis en el hecho de que el razonamiento de Mundell asocia estrechamente un país con una actividad dada. Ahora bien, cuando un país tiene un tejido productivo muy diversificado cada sector tiene un peso muy limitado en la actividad económica. En consecuencia, un choque específico en un sector sólo re-

53. Robert Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, 1961.

54. Ronald Mc Kinnon, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, 1963.

55. Peter Kenen, "The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View" en Robert Mundell y Alexander Swoboda (eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, Chicago University Press, 1969.

quiere un ajuste limitado sin necesidad de modificar el tipo de cambio. Además, en tanto que una variación del tipo de cambio modifica los precios relativos entre todos los bienes producidos en un país y todos los bienes extranjeros, en caso de choque sectorial sólo se requiere que un producto o grupo de productos ajuste su precio. La flexibilidad en el tipo de cambio es entonces un mal sustituto de la flexibilidad de los precios y los salarios. De lo anterior Kenen deduce que dos países estarán en mejores condiciones de vincular su tipo de cambio si sus aparatos productivos están diversificados.

En los años setenta W. Corden agregó otro criterio referente a las preferencias o a las aversiones de los gobiernos por la inflación y el desempleo.<sup>56</sup> Constatando que dos economías que se vinculan a través de un tipo de cambio fijo se condenan a tener los mismos resultados en materia de inflación y de desempleo, Corden consideró que si las preferencias de dos países por estas dos patologías no son idénticas, los países deberían conservar los cambios flexibles, ya que no están en condiciones de constituir una zona monetaria óptima. En los ochenta el análisis de la homogeneidad de las preferencias fue profundizado por Kindleberger, a partir de la idea de la unión como un bien colectivo, reflejo de una demanda común de las diferentes naciones.<sup>57</sup> Para avanzar hacia la unión monetaria es indispensable que estas últimas busquen la convergencia en materia de estabilidad interna y que acepten el mismo compromiso entre desempleo e inflación.

En virtud de lo anterior, la marcha hacia la unión monetaria reposaría en la convergencia de las preferencias pero la optimización o la viabilidad de la construcción estaría condicionada por datos objetivos como la movilidad de los factores, el grado de apertura, la diversificación de la producción, la interdependencia de las economías, etcétera. En estas condiciones la zona monetaria óptima se vuelve una referencia como lo es la competencia pura y perfecta en el caso de las estructuras de mercado.<sup>58</sup> Posteriormente, la literatura dedicada a las zonas monetarias óptimas fue agregando otros criterios como la integración financiera, pero sobre todo orientó su análisis a examinar las ventajas y los costos asociados a una unión monetaria.<sup>59</sup>

La principal ventaja que los países que forman una unión monetaria obtienen de la existencia de una moneda única es la disminución de los costos de transacción (en la terminología de Ronald Coase), en particular la eliminación de los costos vinculados a las operaciones cambiarias. A esta ventaja se agregan otras dos relacionadas también con el intercambio de bienes y servicios. La primera se refiere a que en materia contable se opera una simplificación para los agentes cuyas actividades se desarrollan en varios países de la unión. La segunda es que con una moneda única resultará más difícil practicar la discriminación de precios, pues en presencia de una sola moneda las diferencias de precios se volverán flagrantes y se reabsorberán, al menos parcialmente, en beneficio de los consumidores.

56. W. Corden, "Monetary Integration", *Essays in International Finance*, núm. 93, Princeton University.

57. Charles Kindleberger, "International Public Goods without International Government", *American Economic Review*, 75, 1986.

58. Armand-Denis Schor, "La théorie des zones monétaires optimales: l'optimum, le praticable, le crédible et le réel", *L'Actualité économique, Revue d'analyse économique*, vol. 76, núm. 4, diciembre de 2000.

59. Pascal Kauffmann, *op. cit.*, pp. 29-34.

Los defensores de la unión monetaria consideran que ésta es garantía de una mayor estabilidad inflacionaria. En efecto, se piensa que la estabilidad de precios está positivamente correlacionada con el tamaño de la zona monetaria. Por ejemplo, una mala cosecha de granos en un país presiona al alza los precios de los alimentos que los utilizan como materia prima. Cuando un país tiene su propia moneda, esa alza de precios en los alimentos provocará un aumento del nivel general de precios. Sin embargo, ese efecto inflacionario se vería diluido si, en forma simultánea, se dan cosechas abundantes en otra región del país que resulten en una baja de los precios de frutas y legumbres. De una manera general, es mayor la probabilidad de que ocurra una situación como la descrita –la caída en los precios de otro sector económico que permita mantener el índice general de precios sin cambio– mientras mayor sea el número de regiones y más diversificada sea la economía. Por esta razón, se piensa que una unión monetaria tendría precios más estables que cada uno de los países operando aisladamente con sus propias monedas.

Se considera que una unión monetaria actúa como reductora de la incertidumbre, en la medida en que suprime la importante fuente de riesgo económico que representa la volatilidad del tipo de cambio. La supresión de la volatilidad debería actuar positivamente sobre las tasas de interés. En efecto, estas últimas incorporan primas de riesgo vinculadas a la incertidumbre en los proyectos de los prestatarios. Estas primas deberían ser menores cuando los cambios son fijos, sobre todo para las economías muy abiertas sobre el exterior. El paso de un régimen de cambios flexible a un régimen de cambios irrevocables y forzosamente a un régimen de moneda única, debería acompañarse de una baja de la tasa de interés y favorecer así la actividad económica. A esto responden los críticos de la unión monetaria, demostrando que la reducción de la volatilidad de los cambios puede convertirse en un alza de la variabilidad de otras magnitudes macroeconómicas como las tasas de interés o el PIB. En este último caso se habla de la hipótesis de transferencia de la volatilidad.

Finalmente, la evidencia empírica referente a la relación entre régimen cambiario y crecimiento económico es poco concluyente. En el mejor de los casos el efecto benéfico sobre la actividad económica de una disminución de la volatilidad parece débil.

Entre los *costos* provocados por una unión monetaria a menudo se hace referencia a la pérdida del instrumento de ajuste que constituye el tipo de cambio. En este punto se retoma el análisis de optimización de Mundell en términos de choques macroeconómicos. *Grosso modo*, dichos costos dependen de dos conjuntos de características inherentes a los países considerados. Por un lado, estos costos crecen con la probabilidad de que ocurran choques asimétricos, por oposición a los choques que afectan simétricamente a las economías consideradas. Por otro lado, estos costos disminuyen en caso de que existan mecanismos de ajuste diferentes al tipo de cambio.

Por lo que toca a los choques asimétricos estos serán menos factibles si los países se parecen más y si tienen una estructura de producción diversificada, como señala el criterio de Kenen.

Por lo que toca a los mecanismos de ajuste diferentes al tipo de cambio se pueden mencionar tres. La flexibilidad de los precios y los salarios, la movilidad de los factores de producción y la existencia de transferencias automáticas de ingreso a nivel de la unión tomada en su conjunto (en caso de choques transitorios a través de presupuestos centrales las regiones favorecidas pueden transferir ingresos a las regiones desfavorecidas).

El país tendrá que hacer frente a las crisis internas o externas sin recurrir a la creación monetaria o a las variaciones del tipo de cambio. La política monetaria se vuelve así una cuestión colectiva más que un proceso de decisión unilateral, limitando lo que el país puede hacer para afrontar choques transitorios o cíclicos.

Con la unión monetaria el “señoreaje” no desaparecerá para los países miembros de la unión como en el caso de la dolarización sino que lo percibirán por intermedio de una eventual banca central supranacional, única habilitada para emitir la moneda. Sin embargo, será muy inferior en porcentaje del PIB a lo que es hoy en ciertos países, ya que se espera que el desempeño en materia de inflación de la banca supranacional será mejor que el de las bancas centrales nacionales actuales. Además, la imposibilidad de crear moneda les prohibirá a los Estados aligerar el peso de su deuda recurriendo al expediente de la inflación.

La integración monetaria como la integración económica en general es un fenómeno político como económico. Desde el punto de vista político, la decisión de participar en una unión monetaria no la toma un planificador social benévolo que mide los costos y ventajas para la sociedad. Es más bien el resultado de costos y ventajas para el gobierno en turno. La elección del régimen cambiario se opera tomando en cuenta las preferencias de los electores. La apreciación que estos últimos tienen del movimiento hacia la integración es un elemento que influye en la decisión gubernamental. Sin embargo, al igual que en el caso de la dolarización, la unión monetaria no afecta del mismo modo a todos los sectores. Existen ganadores y perdedores en el proceso. Los *ganadores* son los exportadores y los que invierten en el extranjero que aprovecharán un régimen monetario que los protege de las vicisitudes del tipo de cambio. Por el contrario, los agentes involucrados en actividades principalmente orientadas a la satisfacción de las necesidades nacionales están más preocupados por la estabilidad interna y le dan una gran importancia a la preservación de la independencia nacional. Tales grupos corren el riesgo de *perder* mucho con una moneda común en la medida en que sus intereses locales resultarán ahogados en una zona monetaria mucho más amplia. En estas condiciones, la integración monetaria es apoyada por ciertos grupos de interés y combatida por otros, según las consecuencias que ejerce sobre su propia utilidad y no sobre el bienestar colectivo. El gobierno actúa bajo la presión de las preferencias de los electores, tomando en cuenta el efecto sobre el voto de su decisión en materia de integración monetaria. La adhesión a una zona monetaria no puede asimilarse a la gestión cotidiana (cambios flexibles) o periódica (cambios fijos) del tipo de cambio, ya que la participación en una zona monetaria es una decisión, en principio, definitiva. El momento escogido para pasar a la moneda única debe tomar en cuenta la opinión de los electores sobre la integración monetaria.<sup>60</sup>

Hacia finales de la década pasada un efecto de mimetismo vinculado a la creación del euro y la necesidad de disciplinar las políticas gubernamentales en el ámbito macroeconómico nutrieron en América del Norte una serie de reflexiones, entre académicos, políticos y público en general, sobre las ventajas y desventajas que podría tener el abandono de la soberanía monetaria por parte de los tres países miembros del TLCAN y la creación de una

60. Benjamín J. Cohen, *op. cit.*, p. 192; Armand-Denis Schor, *op. cit.*, p. 562.

moneda única.<sup>61</sup> Lo que está en juego ya no sólo es la estabilización macroeconómica y monetaria de los países latinoamericanos, sino la formación de una zona monetaria dólar que haga frente a la zona monetaria euro. En estas condiciones, “la dolarización cambia de escala y de lógica: de escala, ya que afecta ahora a países como Canadá y México, ampliamente integrados económicamente a Estados Unidos con el TLCAN; de lógica, ya que de ahora en adelante puede ser activada por el mismo Estados Unidos en una confrontación con Europa euroizada”.<sup>62</sup> La integración monetaria en el marco del TLCAN sólo sería el primer paso para lograr una integración de todo el continente americano en el marco del proyecto de la ALCA, lo que explica que una eventual dolarización se haya discutido en Estados Unidos.<sup>63</sup> La idea de una dolarización retroalimentando la orientación de los flujos comerciales podría estar detrás de los intentos actuales de establecer una zona de libre intercambio a escala del continente americano. En un mercado único de todo el continente americano, en el plano comercial la adopción del dólar como moneda común constituiría una especie de prolongación natural y crearía un efecto de reserva de mercado. Estados Unidos, en particular, encontraría la ocasión de atribuirse un verdadero *hinterland* en el cual el uso del dólar les otorgaría un acceso privilegiado (economías de costos de transacción, eliminación de riesgo cambiario). Esta ventaja comercial los podría inducir a aceptar algunos sacrificios en materia de retrocesión del señoreaje o de consideración de la situación de sus socios en el momento de definir la política monetaria. En esta perspectiva sería interesante comenzar por estudiar los efectos de una posible integración monetaria de los países del TLCAN como un primer paso de un proyecto más ambicioso a la escala de todo el continente americano.

Una de las proposiciones más acabadas en este sentido fue presentada por el economista canadiense Herbert G. Grubel.<sup>64</sup> Este veía en la moneda común a los tres miembros del TLCAN una institución capaz de proteger a las generaciones futuras de economistas de un redescubrimiento del keynesianismo. De una manera más general se pensaba que la eliminación de la opción de devaluación vinculada a la unión monetaria obligaría a los productores a aumentar la productividad y a los trabajadores a moderar sus demandas salariales.<sup>65</sup>

Según el plan Grubel, la Unión Monetaria de América del Norte debería fijarse un plazo, que podría ser de diez años, para comenzar a funcionar:

61. Para el debate mexicano véanse: Carlos A. Roza y Juan Carlos Moreno-Brid, “Teoría y condiciones de la dolarización en México”, *Comercio Exterior*, octubre de 2000; Raúl Morales Castañeda, “Unión monetaria de América del Norte. Una perspectiva”, *Comercio Exterior*, junio de 2001; Alcides José Lasa, “Los usos fiscales de la moneda y la soberanía monetaria: México 1970-1995”, *Investigación Económica*, enero-marzo de 1997; Arturo Guillén R., “México: régimen cambiario e integración en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte” en Gregorio Vidal (Coordinador), *México y la economía mundial, análisis y perspectivas*, Miguel Ángel Porrúa-Universidad Autónoma Metropolitana, México, 2001.

62. Bruno Théret, *op. cit.*, “La dollarisation: polysémie et enflure d’une notion”, pp. 66-67.

63. Henry Bourguinat y Larbi Don, *op. cit.*, p. 80.

64. Herbert G. Grubel, *El amero, Una moneda común para América del Norte*, Ediciones Cal y Arena, México, 2001.

65. Eric Helleiner, “Canadá y el debate sobre la unión monetaria en América del Norte: ¿regreso al futuro?” en Carlos A. Roza (Coordinador), *Capital global e integración monetaria*, Miguel Ángel Porrúa, México, 2003.

- El 1 de enero de 2010, Canadá, Estados Unidos y México remplazarían sus monedas nacionales con el *amero*. Ese día, los billetes y monedas denominados en dólares de Estados Unidos se cambiarían a razón de uno a uno por el *amero*. Canadá y México cambiarían sus respectivas monedas, el dólar canadiense y el peso mexicano, a un tipo de cambio que deje inalteradas la competitividad y la riqueza de ambos países. Se trataría de encontrar un tipo de cambio que deje inalteradas las exportaciones, las importaciones, las tasas de interés, los flujos de capital, la producción y el nivel de empleo de Canadá y de México. En los tres países miembro de la unión, los precios de los bienes y servicios, salarios, inversiones y pasivos serían convertidos simultáneamente al mismo tipo de cambio utilizado para convertir las respectivas monedas nacionales.
- Los billetes y monedas en *amero* tendrían sus símbolos propios en un lado y los emblemas nacionales de cada país en el otro, conservando así símbolos importantes de la identidad nacional. Se imprimirían y acuñarían en cada país según su propia demanda. Las monedas circularían a su paridad facial en los tres países y los billetes y monedas que se gasten en otro país miembro de la unión serían devueltos al país de origen en cuanto los bancos comerciales de la región los reciban. Luego entonces, los ciudadanos de cada país usarían predominantemente, aunque no en forma exclusiva, las monedas y billetes que lleven sus propios símbolos nacionales
- Los bancos centrales de los países miembro de la unión no desaparecerían pero quedarían subordinados al Banco Central de América del Norte. Dicho banco operaría de manera similar al Banco Central Europeo y con total independencia del poder político. Su única misión sería la de mantener la estabilidad de los precios sin preocuparse por alcanzar o mantener el pleno empleo ni por determinar el tipo de cambio del *amero*. La Junta de Gobierno del Banco Central de América del Norte se integraría con ciudadanos de los tres países postulados por sus respectivos gobiernos en una proporción que refleje tanto su importancia económica como su población. Como en Europa, para ser miembro de la unión se requeriría que los países no incurran en déficit presupuestales persistentes
- Los bancos centrales nacionales continuarían emitiendo billetes pero por indicación y bajo el control del *Banco Central de América del Norte*. Cada país continuaría reteniendo los ingresos que se deriven de su “señoreaje”. Las ganancias podrían ser incluso mayores ya que muchas de las operaciones tradicionales de los bancos centrales nacionales ya no serían necesarias, lo que redundaría en la reducción correspondiente de sus costos de operación

Para Grubel, el comercio entre los miembros de la unión monetaria aumentaría por la disminución de los costos de transacción y la eliminación de los riesgos implícitos en el intercambio de divisas. Habría una mayor estabilidad de precios y la tasas de interés bajarían en Canadá y más aún en México. Las ganancias en la eficiencia económica en ambos países superarían con creces posibles pérdidas mínimas en el desempeño macroeconómico. La independencia política y la soberanía cultural de Canadá y México no se verían afectadas por la unión monetaria. La unión monetaria no le impediría ni a Canadá ni a México adoptar políticas tributarias, presupuestales, sociales, regulatorias y respecto a terceros países diferentes a las adoptadas por Estados Unidos. Según Grubel, Estados

Unidos obtendría menos beneficios potenciales de una unión monetaria que Canadá y México pero obtendría ganancias no despreciables. Una unión monetaria como la descrita reduciría la amenaza de que el dólar se vea desplazado por el euro en su función de moneda internacional. Además Estados Unidos resultaría beneficiado de tener países económicamente más prósperos y estables como vecinos. Por último y no menos importante, para Grubel la Unión Monetaria de América del Norte podría extenderse con relativa celeridad a los países centroamericanos y caribeños que tienen ya relaciones estrechas con los tres países fundadores de la unión.

Benjamín Cohen se plantea varias cuestiones respecto a las propuestas como la de Grubel referente a la creación de una Unión Monetaria de América del Norte que expresan los puntos de vista de muchos economistas norteamericanos: ¿Qué ganan los estadounidenses con una unión monetaria? ¿Qué interés pueden tener los norteamericanos en formar parte de una Unión Monetaria de América del Norte, perder la singularidad de su moneda y darle a representantes extranjeros un lugar en el Sistema de la Reserva Federal o subordinarla al futuro Banco Central de América del Norte? ¿Por qué estaría dispuesto Estados Unidos a firmar un acuerdo que limite su capacidad de incurrir en déficit públicos cuando esto nunca ha sido un objetivo explícito de la política económica? Para Cohen, dichos cuestionamientos demuestran que la decisión de formar o no una unión monetaria no será tomada en función de consideraciones puramente económicas como las señaladas en la teoría de las zonas monetarias óptimas. Todas las experiencias de uniones monetarias conocidas hasta hoy demuestran que su creación se ha logrado sobre todo a partir de consideraciones políticas.

Respecto a Canadá se ha señalado que la unificación de monedas haría perder a este país una variable de ajuste esencial.<sup>66</sup> Aunque la sofisticación de la economía canadiense debería progresar en el futuro, nada prueba que no se necesite, para que los productos canadienses encuentren su lugar en el proceso continental de especialización, que éstos se beneficien de la flexibilidad del tipo de cambio. Sin esa flexibilidad una confrontación brutal con la producción de Estados Unidos podría en muchos casos originar cierres y relocalizaciones fatales para la economía del país. Una preocupación del mismo tipo interviene respecto al régimen social canadiense sensiblemente más avanzado: la unidad monetaria correría el riesgo de jalar hacia abajo los progresos sociales debido a una competencia más directa, en la que los precios se expresan en la moneda común. Por otro lado, con una sola moneda para Canadá desaparecería la posibilidad de tener una política de tasas de interés independiente y por ende la oportunidad para las autoridades monetarias de fijar una meta de inflación propia. Canadá tendría que someterse pura y simplemente al impulso de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Los economistas latinoamericanos también analizaron el proyecto de establecer una unión monetaria entre los países miembros del TLCAN. Entre estos destacan los planteamientos de David Ibarra y Juan Carlos Moreno-Brid. Para dichos autores las abundantes asimetrías entre México y Estados Unidos tornan muy difícil la formación de una zona de moneda única. “En la práctica, acercar rápidamente y sin preparación los parámetros

66. Henri Bourguinat y Larbi Donhni, *op. cit.*, pp. 85-88.

de la economía mexicana a los estándares que privan en Estados Unidos, supondría probablemente caer en otro doloroso proceso de ajuste que se sumaría a los experimentados en la últimas dos décadas... En tales circunstancias, la unión monetaria sería un lastre para el sector productor de bienes comerciables y llevaría a ampliar el desempleo y el subempleo, así como el cierre de muchas empresas en el país... El debate inesperadamente amplio que han provocado las propuestas sobre la unión monetaria de América del Norte o la creación de una junta monetaria, más que la solidez de los argumentos, refleja... dogmatismos ideológicos o simplemente la desesperación de empresarios, banqueros y hasta trabajadores por encontrar remedios pronto a la inestabilidad financiera y de precios de la economía mexicana”.<sup>67</sup>

Si se busca evaluar el grado de optimalidad de las zonas monetarias constituidas a partir de las economías dolarizadas o candidatas a la dolarización se constata que pocas de ellas cumplen con la economía emisora de la xenomoneda la condición de zona monetaria óptima. A pesar de una integración comercial y financiera elevada, la ausencia de mecanismos de ajuste –entre los que destaca para México la movilidad del trabajo– y de sensibilidad común a los choques no abogan en favor de la integración monetaria.

Formar una zona multinacional de integración monetaria supone un gran esfuerzo de construcción institucional basado en una fuerte voluntad política y reglas comunes de manejo macroeconómico. La formación de una zona de integración monetaria exige una compleja tarea de construcción institucional que no existe en el caso de América del Norte. No hay que olvidar que la construcción monetaria europea tomó más de una década y se gestó a partir de una serie de condiciones previas en materia de integración que se crearon en cerca de 30 años: mercado único de mercancías, movilidad de la fuerza de trabajo, fondos estructurales de desarrollo en favor de las zonas o países atrasados, etcétera. No obstante la armonía del ciclo económico mexicano y canadiense con el de Estados Unidos, hay asimetrías exorbitantes que cuestionan los beneficios de la integración monetaria.

## Conclusión

La caja de convertibilidad es una reliquia monetaria colonial incapaz de resolver las fallas estructurales de los sistemas económicos nacionales de las economías emergentes y los ciclos desestabilizadores que conocen dichas economías. Frente a choques externos, las autoridades responden con mecanismos de ajuste que afectan sobre todo negativamente a las variables reales: producción, empleo e ingreso. Con una caja de convertibilidad, el crecimiento de la economía depende de la evolución de los mercados financieros internacionales más que de la capacidad para utilizar plenamente sus recursos. En caso de que exista baja liquidez y altas tasas de interés en los mercados financieros internacionales, las economías emergentes no podrían salir de la recesión, ya que no podría recurrirse a una política monetaria activa aunque existiera desempleo y capacidad productiva ociosa. Ni el gobierno ni la banca comercial pueden recibir crédito de la caja de convertibilidad y, por tanto, no se puede reactivar el ciclo económico. Aunque en el corto plazo la caja de

67. D. Ibarra y J. C. Moreno-Brid, *op. cit.*

convertibilidad fortalece la confianza subrayando la decisión del gobierno de sostener a cualquier costo la convertibilidad monetaria, en el mediano y largo plazos no representa una solución, ya que se utiliza la recesión y la baja salarial como único mecanismo de ajuste como lo demostró la experiencia argentina.

Dejando de lado situaciones muy específicas –territorios anexados por Estados Unidos o insulares (Guam, Puerto Rico, Islas Marshall), en situación de dependencia económica (Panamá) o en contexto de hiperinflación y de crisis social con erosión extrema de las funciones monetarias (Ecuador)– la dolarización aparece como una operación de salvamento de último recurso que comporta contrapartidas tan fuertes que no puede considerarse como una panacea para reformar el sistema monetario internacional.

La idea de que muchos países latinoamericanos deberían abandonar su moneda nacional y adoptar el dólar es bastante peligrosa al menos por cuatro razones.<sup>68</sup>

- Se abandona el tipo de cambio y la política monetaria como instrumentos de ajuste macroeconómico acarreando deterioros más severos y más prolongados en el empleo y en el ingreso que bajo un régimen de paridad cambiaria flotante. Se abandona así el último reducto de la autonomía económica nacional que constituye el manejo monetario-cambiario, ya que en virtud de las reformas económicas neoliberales instrumentadas en América Latina, hace tiempo que muchos de los instrumentos tradicionales de intervención del gobierno en la esfera económica fueron eliminados para favorecer el libre cambio mundial y la operación de las fuerzas del mercado en la asignación de recursos productivos
- Se apoya en una filosofía peligrosa según la cual los desequilibrios de los países emergentes sólo serían curables recurriendo a la credibilidad del país más poderoso y más estable. Al hacer esto, se remite excesivamente la carga del reequilibrio sobre el exterior y se niega o se aminora el esfuerzo local de cada país
- Se subestima el costo simbólico y político del abandono de la soberanía monetaria sometiendo casi enteramente al país dolarizado a su tutor o al país más poderoso de los que se integran monetariamente
- A diferencia de la unión monetaria, en el caso de la dolarización la soberanía monetaria no es compartida. Las orientaciones monetarias son definidas por el emisor de la xemoneda en función de sus intereses

Finalmente, por lo que toca a la integración monetaria la condición de su éxito radica –entre otras cosas– en que los países miembro no tengan necesidad de aplicar políticas monetarias independientes, lo que presupone la similitud estructural de las economías participantes. En efecto, en ese caso los choques macroeconómicos tendrán efectos semejantes en cada país y podrán ser enfrentados con una política común. Cuando las economías son estructuralmente diferentes como lo son las de México y el Canadá y, más aún, la de Estados Unidos, los choques macroeconómicos tendrán efectos muy distintos en cada una de ellas, incluso en direcciones opuestas. En estas condiciones,

68. H. Bourguinat y L. Dohni, *op. cit.*, pp. 90-91.

los países miembro del TLCAN no podrán contar con instrumentos que permitan responder adecuadamente a dichos choques, por lo que la integración monetaria entre los países miembro del TLCAN será muy costosa y con beneficios inciertos.

El éxito de la integración monetaria supone una fuerte integración regional de los mercados de capital y de trabajo en la medida en que la movilidad perfecta de los factores vuelve redundante la pluralidad monetaria. Dicha movilidad está lejos de constatarse entre los países del TLCAN. Muy por el contrario, a diez años del Tratado se han profundizado las asimetrías económicas y sociales volviendo poco convincente cualquier proyecto de unión monetaria.

De cualquier manera ningún régimen cambiario (flotación, caja de convertibilidad, dolarización unilateral o unión monetaria) es óptimo para todos los países ni en todo momento; en todo caso su adopción se hará en función de consideraciones políticas y de la correlación de fuerzas entre los ganadores y los perdedores frente al cambio institucional que representa un nuevo régimen de cambio 