



# CESPA

Centro de Estudios de la Situación  
y Perspectivas de la Argentina

## El debate en torno a la Dolarización Ideas y propuestas

*Mariana Rojas Breu*  
*Mayo de 2002*

Documento de Trabajo N° 2 (DT2)



**Universidad de Buenos Aires**  
**Facultad de Ciencias Económicas**  
**Instituto de Investigaciones económicas**



**CESPA**

Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina

Primera edición: mayo 2002

Imprenta de la Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de Buenos Aires  
Córdoba 2122  
(C1120AAQ) Ciudad de Buenos Aires, República Argentina  
Tel/Fax (54.11) 4370.6130  
e-mail: [cespa@econ.uba.ar](mailto:cespa@econ.uba.ar)

Queda hecho el depósito que marca la ley

## Indice

<i>Introducción</i>	5
<i>Algunas consideraciones preliminares</i>	6
<i>El debate en Estados Unidos: la dolarización en la visión imperial</i>	8
<i>Confrontando argumentos</i>	17
a) El esquema monetario	17
b) La ausencia del tipo de cambio y el sistema de precios relativos	22
c) La oferta monetaria	26
d) El señoreaje	27
e) La integración económica	29
f) La implementación	31
<i>La dolarización en el mundo</i>	36
<i>Comentarios finales</i>	38
<i>Referencias bibliográficas</i>	41

Este trabajo ha sido realizado a partir de una revisión de una serie de debates y documentos publicados recientemente en Estados Unidos sobre la dolarización. Su objetivo consiste en resumir las principales ideas que se emitieron al respecto en dos grandes foros, uno del FMI y otro organizado por el Congreso de Estados Unidos (ambos en 1999), así como en documentos presentados por economistas que se identifican con esta propuesta. De este modo, se aspira a contribuir a un mejor conocimiento de este tema tan presente en la coyuntura argentina. El trabajo de revisión de la literatura fue efectuado por Mariana Rojas Breu bajo la supervisión de Jorge Schvarzer a lo largo de los primeros meses de 2002.

## *Introducción*

Las recurrentes dificultades que enfrentan numerosos países subdesarrollados para forjar una moneda estable expresan un fenómeno que ha generado un amplio debate en la economía contemporánea. Este debate ocurre en el contexto de una visible pérdida de la capacidad de maniobra en el ámbito monetario de los distintos gobiernos nacionales y, sobre todo, de los más débiles, frente a las tendencias e impactos de los movimientos financieros y comerciales internacionales; el creciente peso de estos últimos, impulsados por su propia dinámica y alentados por el proceso de desregulación, ofrece el ámbito de referencia de dicho debate. En esas condiciones, la propuesta de la dolarización como posible política a ser implementada en los países menos desarrollados, con alto grado de inestabilidad macroeconómica, tomó fuerza en los últimos años.

Las crisis monetarias y cambiarias de las naciones en vías de desarrollo resultan tan numerosas como sucesivas: México a fines de 1994, los países del Este Asiático en 1997, Rusia y Brasil en 1998, Argentina hoy. Esos fenómenos contribuyeron a motorizar el debate sobre la dolarización, en tanto esta estrategia se vincula con la referida a la viabilidad de los regímenes de tipo de cambio fijo. Paralelamente, el proceso de creación y adopción de una moneda única en Europa otorgó mayor relevancia a este tema, ya que el euro puede ser interpretado como el primer paso de un proceso de convergencia de las múltiples monedas nacionales hacia un número relativamente escaso de monedas fuertes que circularían en todo el mundo.

Este debate se fortaleció recientemente, a partir de las experiencias concretas de dolarización en Ecuador y El Salvador, sin contar las propuestas en el mismo sentido que se hacen sentir en México y Canadá, en el marco del acuerdo de libre comercio con Estados Unidos. El panorama mencionado incluye la toma de posición abierta por esta alternativa de un sector de la dirigencia en Argentina que lo ha planteado insistentemente en los últimos tiempos.

La posibilidad de que el proyecto de dolarizar gane terreno en este país, así como en otros, exige profundizar el conocimiento del tema; para ello, conviene sistematizar los distintos argumentos vertidos tanto a favor como en contra de dicha propuesta. El eje a partir del cual se ordena este trabajo es el debate que se produjo en Estados Unidos sobre la dolarización, especialmente a partir de dos foros, uno organizado por el FMI y otro por el Congreso de

Estados Unidos, ambos en 1999, y de documentos presentados por economistas que se identifican con la propuesta de dolarizar.<sup>1</sup>

Esta opción busca ofrecer los elementos básicos para comprender el impacto posible de la dolarización en sus distintas dimensiones y realizar un balance de la discusión, a fin de elaborar conclusiones sobre su viabilidad y efectos potenciales. Los resultados que se presentan están pensados en términos de la experiencia argentina, y de las implicancias que podría tener en caso de ser aplicada esa medida.

Conviene destacar que este tema involucra a diversos actores, internos y externos, que se verían afectados en mayor o menor grado si se concretara la dolarización. El tamaño del país en cuestión es uno de los factores a tener en cuenta; cuanto mayor es esa economía, mayores serán sus potenciales repercusiones monetarias en Estados Unidos y/o en países socios y aliados. Así, las derivaciones de una medida de esta naturaleza en el caso de la Argentina serían diferentes de aquéllas que podrían surgir de las decisiones que tomaran otros países pequeños (algunos de los cuales, por otra parte, ya han adoptado el sistema). Por último, una decisión en ese sentido de la Argentina sentaría un precedente para otros países que estén analizando la dolarización con efectos que pueden ser decisivos en cuanto a inclinar el fiel de la balanza; esta conclusión es válida, sin duda, tanto si esa estrategia resultara exitosa como si derivase en un fracaso.

### *Algunas consideraciones preliminares*

Algunos autores presentan la opción de la dolarización como una disyuntiva que engloba argumentos a favor y argumentos en contra; del balance de ambos se podría concluir que los primeros superan a los segundos, o la inversa. Otros autores la rechazan de plano, justificando esta posición. En realidad, el panorama de la discusión se aclara si se realiza una distinción, que puede aplicarse al caso argentino. Por un lado, existe un debate entre quienes apoyan la aplicación de un modelo económico basado en la concepción neoclásica, que están de acuerdo en los puntos esenciales, pero que no lo están en cuanto a cuál es el mejor régimen monetario y cambiario a aplicar en el país. Por otro, existe una corriente de pensamiento que cuestiona el modelo establecido en los noventa en Argentina, y aboga por la construcción de otro modelo de desarrollo, en el cual la dolarización no tiene sentido por el rol central que

---

<sup>1</sup> Esto no implica desconocer otros ámbitos donde se desarrolló la discusión. La selección de bibliografía y de fuentes de información, que no buscó ser exhaustiva, obedeció al criterio de apreciar la importancia y la visión del tema en Estados Unidos y el alcance de las propuestas y recomendaciones dirigidas a dolarizar. Por otra parte, el material consultado publicado a fines de la década del noventa parece mantener en lo esencial plena actualidad.

debe cumplir en él la moneda nacional. Por supuesto ambas discusiones se cruzan, pero la distinción, a pesar de ser esquemática, resulta útil.

En primer lugar, admitir la posibilidad de desechar la moneda nacional y adoptar una moneda de otro país implica desestimar las funciones no estrictamente económicas de la moneda. Existen escuelas dentro de las ciencias sociales, como los regulacionistas<sup>2</sup>, que han intentado dar cuenta de aquellas dimensiones de la moneda no estudiadas por los economistas neoclásicos, quienes la conciben casi únicamente como un medio que facilita las transacciones. La moneda, en rigor, posee un poder simbólico fundamental y, de una manera indirecta, es depositaria de los valores que sostiene una sociedad. En ese sentido, ella es parte de la identidad de una nación. La moneda es un símbolo del contrato social que existe entre los ciudadanos y su credibilidad está relacionada con el grado de cohesión o erosión social existente. La legitimidad del Estado, a su vez, se refuerza cuando existe una moneda nacional depositaria de la confianza de los ciudadanos, mientras que tiende a perderse en el caso contrario. De ello se deduce que la supresión de la moneda nacional pone en peligro la articulación social y la legitimidad estatal, generando un proceso de resquebrajamiento de los lazos sociales, que no puede ser apreciado sino de forma integral y aceptando su complejidad. Si bien este documento no se centrará en estos aspectos, es imperioso tomar en cuenta las derivaciones que la dolarización podría tener desde esta perspectiva y la enorme dificultad de revertir el proceso, en la medida en que llega a afectar profundamente los vínculos sociales.<sup>3</sup>

En este sentido, es oportuno distinguir entre la dolarización, que es la adopción de una moneda de otro país, absolutamente identificada con Estados Unidos, y un proceso de creación de una moneda común a ser utilizada por varias naciones, como es el euro. Se trata de dos procesos completamente diferentes, aunque con frecuencia aparecen confundidos en la literatura. Entre otros aspectos, las diferencias se relacionan con la problemática comentada en el párrafo anterior. Independientemente de las falencias que pueda tener el diseño de la unión monetaria en Europa, ésta consiste en la decisión de sus miembros de resignar una porción de su soberanía nacional para avanzar en la consecución de objetivos comunes, basados en valores y estrategias compartidas. La intención es que todos los países puedan expresar su posición

---

<sup>2</sup> Al respecto, puede consultarse, entre otros, Théret, B. (1998)

<sup>3</sup> La experiencia argentina durante los períodos de elevada inflación fue muy representativa del valor de estos argumentos que no se desarrollan con más extensión en este análisis para concentrarse en la temática central de la dolarización. Además, llama la atención que buena parte de los promotores de este debate denominan como “mercados emergentes” a los países candidatos a la dolarización, de manera que la nación queda subsumida en el concepto de “mercado”.

y ser protagonistas del proceso. Es claro que la adopción del euro nada tiene que ver con los proyectos de dolarización<sup>4</sup>.

El debate presentado recorre dos ámbitos diferentes: el político y el académico o técnico. Naturalmente, existe una influencia mutua entre ambos, que en el caso de la dolarización se constata en la superposición de las respectivas agendas, así como en el uso político de argumentos técnicos. Pero ello no niega la separación que existe entre ambos, que además ayuda a comprender la forma en que está dada la discusión y el grado en que se ha extendido. Más adelante, se señalarán los argumentos a favor y en contra de la dolarización presentes en la literatura sobre el tema, desde el punto de vista económico, sin que ello signifique desconocer otras dimensiones de la discusión.

Por último, parece interesante, además, diferenciar entre la dolarización como medida de rescate a aplicar en situación de emergencia, y de forma transitoria, y la dolarización como política óptima y, por ende, permanente. Éste es el criterio que propone Tsang Shu-Ki (1998), a propósito de la posibilidad de dolarizar en Hong-Kong. La diferencia permite señalar que la dolarización como medida permanente ocupa el centro del debate actual. Precisamente, los defensores de la dolarización proponen esta última variante dado que sostienen que su efectividad será mayor en la medida en que sea percibida por la población como irreversible.

### *El debate en Estados Unidos: la dolarización en la visión imperial*

En primer término, conviene revisar el debate sobre la dolarización tal como se presenta en Estados Unidos, para encuadrar el tema propuesto, así como para comprender su relevancia. La visión norteamericana resulta vital en el intento de evaluar los apoyos y resistencias que puede enfrentar la dolarización en un futuro más o menos inmediato. En particular, es importante saber si la dirigencia norteamericana se inclina hacia un proceso de dolarización en Argentina y cuál sería la importancia asignada a dicho proyecto. Los argumentos principales sobre el tema se introducen en esta sección, pero serán analizados con detalle más adelante.

Es evidente que la cuestión de la dolarización involucra directamente a Estados Unidos. Esta nación puede actuar como promotor político o ideológico, puede mostrar cierta reticencia o tener un rol pasivo frente a ella. La falta de acuerdo que se registra en los círculos académicos sobre las bondades de la dolarización se refleja de alguna manera en los ámbitos de

---

<sup>4</sup> Conviene agregar, asimismo, que diversos partidarios y analistas de la dolarización (algunos de los cuales se mencionan más adelante) utilizan este nombre con un sentido genérico para referirse a la adopción de la moneda de otro país, aunque la elección no recaiga en el dólar

decisión política. Este debate refleja la disparidad de visiones e intereses que reverberan en los grandes sectores económicos de Estados Unidos así como la existencia de líneas ideológicas y concepciones estratégicas diferentes en el terreno de la acción política.

En los últimos años, sin embargo, se evidencia un mayor interés de parte de diversos sectores norteamericanos por definir una posición más homogénea del país frente al tema, de manera de poder actuar con mayor efectividad ante la eventual consolidación de los proyectos de dolarización que surgieron en el exterior. Los partidarios de la dolarización parecen ser los más interesados en acelerar los tiempos del debate, según se infiere de las presentaciones que tuvieron lugar en un seminario en el FMI en 1999 así como en el Senado norteamericano, en el marco de las audiencias (hearings) sobre este tema en ese mismo año.

El FMI organizó un foro titulado “Dollarization: Fad or Future for Latin America” (Dolarización: ¿Manía o Futuro para América Latina?), que tuvo lugar en junio de 1999. El balance de este foro resulta muy útil para introducirse en la discusión sobre la dolarización, tal como se perfila en Estados Unidos, en relación con los países latinoamericanos. El FMI es un organismo multilateral, pero su cercanía física e intelectual con el Tesoro de los Estados Unidos lo convierte en un referente clave de las opiniones prevalecientes en dicho país, especialmente en un tema como éste.

Los efectos de la dolarización, adoptada por otros países, sobre los Estados Unidos fue uno de los aspectos más explorados en el foro mencionado. J. Frankel, de la Universidad de Harvard, fue uno de los expositores que más se dedicó a detallar los beneficios de la dolarización que, a su juicio, tendría dicha potencia. En primer lugar, dijo, Estados Unidos podría beneficiarse del señoreaje del país que dolariza, si éste lo resigna. Además, agregó, se facilitarían y aumentarían todas las transacciones con dicho país (comerciales y turísticas), al asegurarse condiciones de estabilidad<sup>5</sup>. Frankel destacó también entre los beneficios estratégicos de la dolarización que ella contribuiría a los objetivos de la política exterior al expandir la influencia norteamericana.

En el otro lado del balance, Frankel concluyó, el costo principal para su nación estaría dado por la existencia de una responsabilidad implícita en relación con los países que adoptan el dólar. Estados Unidos podría tener que enfrentar reclamos de estos países para que se los considere en las decisiones de política monetaria. Pero Frankel concluyó que los beneficios compensarían este costo, que en cierta forma minimizó ya que de todas maneras el liderazgo

---

<sup>5</sup> El orador señaló también que se asegurarían condiciones de “prosperidad” en el país dolarizado, pero el uso de ese calificativo no se ve consolidado por ningún argumento teórico.

de Estados Unidos obliga a este país a tener un rol protagónico a la hora de socorrer a los países que atraviesan crisis financieras.

Si bien se refirió a América Latina en general, Frankel ubicó a la Argentina como el principal candidato a la dolarización. En realidad, este expositor opinó en principio que la dolarización puede ser una propuesta adecuada para países pequeños y con un grado importante de apertura externa, como algunos de Centroamérica. Luego agregó que ella también sería apropiada para Argentina en la medida en que este país esté dispuesto a resignar su soberanía monetaria. Pero este caso es muy especial en su argumentación, ya que en su exposición no mencionó ningún otro caso concreto, con excepción de los países centroamericanos. De todos modos, a pesar de ese apoyo, consideró que existe un riesgo de exagerar el alcance de la dolarización; para él, en esta etapa la mayoría de los países debería continuar con regímenes intermedios entre la dolarización y la libre flotación.

El resumen del debate permite decir que del Foro del FMI se desprende una postura bastante favorable a la dolarización en Argentina, desde la perspectiva de Estados Unidos, lo cual no es un dato menor. No parece casual que el único orador que expresó una firme resistencia a la dolarización fue G. Ortiz, quien participó en calidad de funcionario del Banco Central de México. Ortiz hizo una defensa de la estrategia de tipo de cambio flexible, que funciona en México desde 1994, y argumentó que este régimen no impidió bajar la inflación mientras que contribuyó a recuperar la economía. Agregó que esa estrategia no generó una mayor volatilidad en las tasas de interés (es decir, superior a los momentos previos de fuerte incertidumbre del tipo de cambio) por la deflación existente; además, la volatilidad registrada no habría inhibido la inversión ni el crecimiento. Según su balance, la debilidad de la moneda mexicana no evitó que la experiencia haya sido satisfactoria. Luego de reconocer que la opción de una política monetaria independiente es bastante lejana, señaló que la flexibilidad del tipo de cambio puede ser muy útil para absorber shocks externos, según tiende a mostrar la experiencia en México. Por último, insistió en que la dolarización no sería una alternativa para su país, ya que no existe la movilidad indispensable del factor trabajo entre Estados Unidos y el resto de los países, ni tampoco una correlación alta entre las tasas de crecimiento, entre otros aspectos que forman parte de los requisitos para un funcionamiento adecuado de dicha opción.

Ortiz señaló, además, diversos problemas de la dolarización, que serán tratados en la sección siguiente: el riesgo país persistiría (porque existe independientemente del riesgo devaluatorio), la función de prestamista de última instancia del sistema financiero se perdería y la deuda se convertiría en una carga mayor al estar enteramente en dólares. Ortiz intentó que se

presentara el problema desde una perspectiva alternativa, relacionada con las reformas que México debe llevar a cabo, al margen de la dolarización, para lograr una convergencia progresiva con las economías de Estados Unidos y Canadá.

El resto de los expositores se refirió más concretamente al caso argentino y evaluó como muy factible la alternativa de dolarizar. M. Kiguel, en ese momento Jefe de Gabinete de Asesores y Subsecretario de Finanzas del Ministerio de Economía, subrayó que la Argentina ofrece un caso particular, por su historia, que incluye la elevada difusión que ya alcanzó la dolarización de su economía. En consecuencia, consideró que la política óptima en este país no necesariamente lo sería en otros con distinta evolución. A partir de un discurso sumamente elogioso hacia la Convertibilidad implantada en 1991 (en el que llegó a sostener que generó un desempeño macroeconómico de los mejores del siglo, si no el mejor), argumentó que la pérdida de soberanía monetaria que conllevaría la dolarización no debe ser vista como una desventaja, sino como lo contrario. En su perspectiva, los beneficios esperables de asumir la dolarización, debido a la disminución de la volatilidad financiera, así como de los spreads por la eliminación del riesgo cambiario, serían significativos.

E. Borenstein, Jefe de la División de Estudios de los Países en Desarrollo del Departamento de Investigaciones del FMI, no fue tan contundente como Kiguel, pero consideró que existe un beneficio potencial importante, difícil de evaluar por los pocos casos de dolarización en el mundo. Para él, esa decisión exige un paso mucho menor en el caso argentino que en el mexicano, por ejemplo, debido a las trayectorias relativas seguidas en cada país. Señaló que el objetivo de dolarizar no está relacionado con las ventajas de generar un área monetaria óptima, sino con las derivadas de lograr mayor credibilidad y protección frente a los factores externos. Además, la dolarización podría ayudar a acelerar la convergencia con la economía norteamericana. En cuanto al Mercosur, según Borenstein la situación no empeoraría por la dolarización en Argentina. Kiguel fue más allá y planteó que no hay razones para creer que no es posible la compatibilidad entre el Mercosur y la dolarización. En ese caso convivirían distintas monedas, como hasta la actualidad.

Interesa notar que la cuestión de cómo implementar la dolarización en Argentina, y de cómo superar los obstáculos que supone, ocupó un lugar importante en este debate. Frankel se refirió a que los pedidos formulados entonces por Argentina (un arreglo sobre el señoreaje, la posibilidad de acceso a los descuentos de la Reserva Federal y cooperación para la supervisión de los bancos) resultan razonables pero “muy difíciles de obtener”. Precisamente, Kiguel, como funcionario argentino de ese momento, remarcó el tema de la

necesidad de resolver los temas del señoreaje y de la función de prestamista de última instancia. Pero, señaló, se podría contemplar la posibilidad de resolver esta función a través de un acuerdo con el sector privado, mediada tal vez por el gobierno norteamericano, y no necesariamente con la Reserva Federal<sup>6</sup>.

Las audiencias del Senado de Estados Unidos sobre dolarización, mencionadas más arriba, permiten trazar una síntesis similar. La mayoría de los participantes se expresó a favor de la dolarización, opinando que los reparos a la misma son menores que los beneficios que podría traer. Los argumentos principales ya expuestos coinciden en general con los vertidos en el Foro del FMI. Estas audiencias fueron organizadas por el Subcomité on Economic Policy (de Política Económica) y por el Subcomité on International Trade and Finance (de Comercio y Finanzas Internacionales)<sup>7</sup>. Entre los expositores estuvieron L. Summers, entonces Secretario del Tesoro de los Estados Unidos y A. Greenspan, máximo responsable de la Reserva Federal; además, participaron: W. Angell, economista jefe de Bear, Stearns & Co., J. Shelton, miembro del directorio de Empower America, G. Calvo, director del Center for International Economics de la Universidad de Maryland, y C. Mann y F. Bergsten, del Institute for International Economics.

Summers expresó la posición cauta, pero firme al mismo tiempo, que ha tomado el gobierno de Estados Unidos, al menos explícitamente. Por un lado, sostuvo que la dolarización es una decisión que debe tomar cada uno de los países y no debe ser una medida a prescribir por parte de Estados Unidos. Hizo hincapié en el análisis riguroso de los costos y beneficios que cada país debe hacer antes de dar un paso tan trascendente y en las condiciones que debe cumplir para que resulte creíble (una situación fiscal sólida, un buen funcionamiento del mercado de trabajo y de capitales, etc.). Summers<sup>8</sup> señaló que el principal beneficio de la dolarización para Estados Unidos estaría relacionado con la creación y expansión de un área del dólar. Este efecto permitiría una mayor integración comercial y financiera, al reducir los costos de transacción con el país que dolariza y eliminar el riesgo cambiario. Este razonamiento destaca como resultado fundamental el crecimiento y la estabilidad que podrían tener las exportaciones norteamericanas hacia América Latina.

Por otro lado, Summers resumió la posición oficial con respecto a la eventual responsabilidad que originaría la dolarización en Estados Unidos. Greenspan

---

<sup>6</sup> Este mismo criterio llevó al gobierno argentino a promover el ingreso de bancos extranjeros en el mercado local con la esperanza de que ellos garantizaran, a través de sus matrices, los depósitos de los ahorristas. Esa supuesta “fortaleza” del sistema financiero local estalló no bien comenzó la crisis de fines de 2001.

<sup>7</sup> Ambos Subcomités forman parte del Senate Banking Committee on Banking, Housing and Urban Affairs.

<sup>8</sup> También puede verse la exposición de Summers en un encuentro del Banco Interamericano de Desarrollo (1999)

expresó una posición semejante. En esencia, la visión de ambos expositores consiste en que las autoridades norteamericanas no cumplirán la función de prestamista de última instancia, ni ampliarán la red de supervisión financiera, ni alterarán la política monetaria en función de los intereses y objetivos del país que dolariza. A partir de estas premisas básicas podrían discutirse las variantes de la dolarización, siempre y cuando no contradigan a las mismas. Estos criterios son fundamentales para cualquier proyecto de dolarización y parece claro que resulta sumamente improbable que Estados Unidos modifique esta postura.

Como se dijo, la mayoría de los oradores invitados evaluó favorablemente la dolarización. Justificaron su posición a partir de diversos argumentos. En primer lugar, remarcaron la disminución de la volatilidad financiera, al eliminar el riesgo cambiario, y sostuvieron la hipótesis de que habría menores tasas de interés; ambos procesos generarían, de manera espontánea, un marco propicio al crecimiento sostenido de la economía y de la inversión productiva, con los consiguientes efectos sobre el bienestar de la población.

En segundo lugar, argumentaron que se generarían mejoras sobre el comercio, ya que el mecanismo de las ventajas comparativas funcionaría con menores restricciones, al desaparecer las devaluaciones competitivas o incertidumbre cambiaria (en los países que dolarizan, afectando al dolarizador). De allí que se sostuvo que la consolidación del dólar como moneda común debe ser un objetivo de Estados Unidos; la elección del dólar por otros países se explica por el hecho de que esta nación no tendría incentivos para aceptar una moneda supranacional. La moneda común sería vital para eliminar las distorsiones en el comercio, que se generan en las relaciones comerciales de los países en desarrollo con los desarrollados, por las fluctuaciones cambiarias de los primeros. Este resultado debería perseguirse con la misma fuerza que la dedicada a eliminar las barreras comerciales y las distintas formas de proteccionismo, ya sea en el marco del NAFTA o del acuerdo de libre comercio de todo el continente americano.

En tercer lugar, la dolarización generaría exigencias muy fuertes de disciplina fiscal en el país involucrado, que no tendría posibilidad de emitir para cubrir sus déficits. Según sus partidarios, la consecuente pérdida de la política monetaria es evaluada como trivial porque se sostiene, afirman, sobre la mera impresión de dinero. Estos expositores señalaron que la política de la Reserva Federal, basada en lograr las condiciones para la estabilidad de precios, es la mejor universalmente. Mientras la Reserva Federal continúe con esta política, la no consideración dentro de ella de las demandas de los países que podrían dolarizar, como México o Argentina, no sería un tema problemático. Estos

países “importarían la política monetaria óptima” mediante el simple expediente de adoptar el dólar para sus transacciones internas.

Shelton y Angell insistieron en la necesidad de que Estados Unidos adopte una postura enérgica a favor de la dolarización, por los beneficios potenciales para los países involucrados así como para Estados Unidos y, sobre todo, para no dañar el liderazgo de este país. En su opinión, la mejor forma de ayudar a los países con serias falencias económicas consiste en asistirlos en el proyecto de dolarizar frente a la experiencia negativa de los créditos provistos por los organismos multilaterales. Incluso se arguyó que Estados Unidos debería avanzar hacia una mayor “cooperación” donde señalan varios ejemplos posibles: monitorear el sistema bancario de estos países, compartir el señoreaje, invitar al NAFTA a todo país que dolarice, ayudar a diseñar alternativas de prestamista de última instancia, etc. También se propuso reformar las normas legales sobre la misión de la Reserva Federal, para que ésta sea exclusivamente la estabilidad de precios y resulte así más confiable para los países que “importarían” la política monetaria de Estados Unidos. La intención de estas propuestas es generar un estímulo para los países que estén evaluando la dolarización. El caso argentino es señalado como uno de los ejemplos principales, no sólo por los efectos de la dolarización en este país, sino como ejemplo y precedente para otros.

Si bien la postura pro dolarización fue mayoritaria, hay que notar que no existió unanimidad. Bergsten y Mann (ambos del Institute for International Economics), plantearon serias objeciones. El primero consideró que la dolarización podría pensarse para países pequeños y dependientes de la economía mundial, o bien para aquellos con historia de hiperinflación, como la Argentina, o con fuertes vínculos con Estados Unidos. Pero no sería admisible para países como Brasil o Rusia, por ejemplo (de manera que Argentina queda como una excepción). Sin negar los beneficios enunciados por el resto de los expositores, concluyó que la adopción de una moneda común debería ser la culminación natural de un proceso de integración más amplio antes que su origen. Además, los beneficios para Estados Unidos serían claramente distintos si la dolarización fuera un fenómeno limitado o extendido. De esta manera, finalizó su presentación proponiendo una actitud cauta por parte de Estados Unidos.

Mann cuestionó abiertamente los beneficios de la dolarización. Sus argumentos fueron que ella no elimina el riesgo país, ni produce cambios mágicos en el desempeño fiscal ni en la estructura económica; tampoco reduce los costos de transacción con Europa o Japón, etc. Señaló que la dolarización implica delegar a otro país las decisiones que afectan las perspectivas de la economía. Esta renuncia es grave políticamente además de ignorar las

distintas etapas de desarrollo en que se encuentran los países. La dolarización produciría distorsiones en los precios relativos, precisamente por no contemplar diferencias en el proceso de desarrollo de los países.

Del análisis de estos debates públicos, pueden derivarse algunas consideraciones. Es claro que Estados Unidos analiza la dolarización a partir de su propia visión del mundo y de sus intereses en él. Por eso, aunque no parece decidido a apoyar mayoritariamente o no el proyecto de dolarización, está interesado en cómo se practica dicho proyecto. Ese interés abarca un número de cuestiones muy trascendentes para la política norteamericana que, según cómo se resuelvan, harán que los beneficios de la dolarización para Estados Unidos superen a los costos, desde su perspectiva, o que sea a la inversa. Además, hay que distinguir entre los beneficios y costos asociados a la dolarización de un solo país y los beneficios y costos evaluados en un marco de un proyecto a largo plazo, en el cual la dolarización decidida por un país es el paso previo a la de otro, hasta que un número importante de países haya tomado esta decisión.

Entre otros aspectos, la dolarización es vista por una parte de las autoridades políticas norteamericanas como una forma de competir con el euro. Esta nueva moneda puede poner en riesgo en el futuro la hegemonía de la moneda norteamericana, que es actualmente uno de los pilares de la expansión económica de esa potencia. Sin embargo, el aumento de las exportaciones de Estados Unidos, que ya no se verían limitadas por las devaluaciones de los países que dolaricen, es una posibilidad sumamente atractiva para los políticos de esa nación; posibilidad, además, más inmediata que la anterior. La desaparición del riesgo cambiario favorecería también las inversiones norteamericanas en estos países y aseguraría la repatriación consecuente de las utilidades, temas que surgen como factores de peso en la discusión política en aquel país, y explica el fuerte interés demostrado por los sectores relacionados con esas operaciones.

A pesar de que la dolarización ha logrado instalarse en la agenda de varios países, la falta de unanimidad sobre el tema se traduce en las distintas posiciones adoptadas frente a medidas concretas, según las instituciones o las líneas políticas. El ejemplo más claro al respecto consiste en que, mientras que el FMI se opone a la dolarización en Argentina y las autoridades máximas de Estados Unidos han evitado expresarse de forma tajante, algunos políticos de extrema derecha han dado pasos muy contundentes a favor de esa decisión. En ese proceso se destaca un proyecto formal en el Congreso norteamericano que busca allanar el camino a la dolarización, que se conoce como la Ley de

Estabilidad Monetaria Internacional (IMSA, según las siglas en inglés)<sup>9</sup>, impulsada por el senador C. Mack. El propósito concreto de esta ley es establecer un mecanismo formal para compartir el señoreaje que obtendría Estados Unidos si un país adoptara el dólar como moneda de curso legal. Este mecanismo no se pondría en marcha de forma automática, sino que la ley faculta al Secretario del Tesoro para que lo lleve a cabo, si así lo considerara conveniente, bajo ciertas condiciones, pero sin que se convierta en su obligación.

El texto de la ley deja expresamente en claro que no se modificarán las funciones de la Reserva Federal a partir de una eventual dolarización en otro país; no se alterará la política monetaria, ni se proveerá la función de prestamista de última instancia, ni se asistirá a través de la supervisión bancaria, que deberá seguir siendo responsabilidad de los propios interesados. En sus considerandos, hay referencias a los beneficios de la mayor estabilidad monetaria que resultaría de la dolarización, tanto para los países que la adoptan como para Estados Unidos. Éstos últimos incluyen el crecimiento de las exportaciones y las inversiones externas, la menor necesidad de asistir a terceros países y el fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional. Por otra parte, Mack también propuso reformar legalmente el objetivo de la Reserva Federal, para que éste sea únicamente la estabilidad de precios, de manera de generar confianza en los países que estén evaluando la dolarización.

Es útil notar que existen otras propuestas, no formales, pero muy concretas y formuladas con la pretensión de ser seriamente consideradas en el ámbito de las decisiones políticas. S. Hanke y K. Schuler, por ejemplo, escribieron un documento a fines de 2001 denominado “Cómo dolarizar en Argentina ahora”, que incluye hasta un modelo de ley de dolarización; el texto presenta un plan detallado, con medidas como el descongelamiento de los depósitos, la eliminación de los controles a los movimientos de capitales y las tasas de interés, la anulación de los requisitos de liquidez, una reducción de impuestos, etc. G. Calvo (1999) redactó también un proyecto preliminar de dolarización para Argentina.

---

<sup>9</sup> Véase Joint Economic Committee (2000)

## *Confrontando argumentos*

### a) El esquema monetario

El argumento de mayor peso que esgrimen los partidarios de la dolarización es el efecto positivo que ésta tendría sobre las tasas de interés y sobre el sistema monetario y financiero en general, tendiendo a consolidar una mayor estabilidad macroeconómica. Su razonamiento sugiere que la desaparición del riesgo cambiario provocaría una sustancial reducción en las tasas de interés de la economía dolarizada, llevando en consecuencia a una notable expansión del crédito. La reducción en las tasas de interés, a su turno, generaría las bases para un fuerte impulso de la inversión y un crecimiento sostenible de la economía, de modo que todo funcionaría siguiendo ciertas respuestas espontáneas a partir de esa primera decisión.

Una de las versiones más refinadas de este argumento es la expuesta por R. Hausmann (1999). Este autor se centra en el problema de la inestabilidad financiera y propone una teoría contraria a la explicación a partir de la teoría del riesgo moral. Ésta última postula que las crisis financieras se generan por las características de la arquitectura financiera internacional de los últimos años y, sobre todo, debido a la existencia de operaciones de rescate por parte del Fondo Monetario Internacional y a una insuficiente supervisión y regulación financiera a nivel de los países. Hausmann refuta esta visión y plantea su teoría del “pecado original” que postula que el núcleo del problema está en la debilidad intrínseca de algunas monedas y en el régimen de tipo de cambio que se elige para hacer frente a esta debilidad.

El pecado original se aplicaría a los países con perspectivas promisorias de crecimiento y un grado importante de apertura a los capitales internacionales, pero con una moneda doméstica que no puede ser utilizada fuera del ámbito nacional, o bien, dentro de éste, sólo con un horizonte temporal acotado. El principal efecto negativo ocurre sobre la inversión, ya que no existe disponibilidad de crédito en moneda local a largo plazo. Surge así una discordancia entre la moneda en la cual se otorgan los préstamos y la moneda de los ingresos que se obtendrá para devolverlos; la discordancia puede existir también en los plazos de unos y otros.

Hausmann argumenta que esta configuración monetaria es sumamente vulnerable a cambios en las variables macroeconómicas y no genera las condiciones para superar una crisis de liquidez o una depreciación de la moneda. En rigor, opina que ocurre todo lo contrario. La derivación lógica de este razonamiento es que los países que se ajustan a esos criterios necesitan

abandonar la moneda propia, ya que esa estrategia ofrece la única manera de contener la volatilidad financiera.

El planteo anterior enfrenta serias críticas por parte de quienes se oponen a la dolarización. Los argumentos en contra son vastos y abarcan un amplio espectro, como se dijo, desde las objeciones referidas a un aspecto puntual o a la oportunidad en su aplicación hasta su rechazo contundente como política a ser implementada en un país que busca desarrollarse. La esencia de este rechazo consiste en la incapacidad de la dolarización para resolver los problemas estructurales de una economía, generando al mismo tiempo la pérdida de un instrumento fundamental en una estrategia de desarrollo nacional. Esas críticas están enmarcadas en una evaluación de los obstáculos al desarrollo que es completamente diferente a la de Hausmann y, por ende, plantean una ponderación distinta de los instrumentos de política.

Una de las principales críticas al proyecto dolarizador está dada por la pérdida de soberanía monetaria (aquí se evalúa este aspecto desde el punto de vista económico pero, como se señaló, sin duda debe ser analizado también en términos políticos), es decir por la inhabilitación para ejecutar políticas y la virtual “importación” de la política monetaria de Estados Unidos. La división de aguas resulta clara. Los partidarios de la dolarización creen que la pérdida de soberanía es un asunto trivial o el mal menor (aduciendo que la política monetaria expansiva no es efectiva en la práctica y no puede ni debe serlo) y hasta puede ser una ventaja, porque reduce la discrecionalidad de gobiernos que habrían mostrado ser ineficaces. Sus opositores, en cambio, sostienen que la falta de autonomía monetaria tiene implicancias negativas sumamente trascendentes.

En primer lugar, se destaca que la imposibilidad de emitir moneda inhibe al gobierno de proveer (o quitar) liquidez cuando resulta necesario para un funcionamiento más adecuado de la economía que suavice el impacto del ciclo. En segundo lugar, significa la eliminación del prestamista de última instancia; éste actúa en casos de iliquidez de entidades del sistema financiero, para evitar que el fenómeno se propague, generando una crisis de mayor envergadura, o bien cuando existe una corrida bancaria generalizada a todo el sistema. La posibilidad de que los problemas de liquidez puedan ser resueltos con la existencia de un Banco Central con funciones limitadas es un tema discutible, aunque no simple; esa posibilidad exigiría la posesión de abundantes reservas al momento de dolarizar (como se analiza más adelante). Pero no hay duda de que desaparecería el garante del sistema financiero, resguardo ante una crisis de confianza, sin el cual resulta mucho más probable que, ante circunstancias adversas, se produzca la quiebra del sistema financiero y, con él, de la cadena de pagos de la economía, con las costosas

consecuencias que esto genera (la experiencia argentina actual es suficientemente reveladora de esos problemas).

A diferencia de lo que podría ocurrir con una moneda regional, la dolarización haría que los países que la adopten “importen” la política monetaria de Estados Unidos sin poder influir en ella. Esto implica adoptar una política externa, que no necesariamente sería la óptima para la coyuntura local, y asumir tanto sus aciertos como sus errores. Es cierto que ya en la actualidad las variaciones de la tasa de interés en Estados Unidos afectan las tasas locales. Sin embargo, al mantener la moneda propia se preserva un grado más o menos importante de autonomía, según esta visión. Además, algunos críticos de la dolarización señalan que ésta equivale no sólo a atarse a la economía de Estados Unidos en el presente, sino a su evolución futura. Es obvio que los factores que hacen que actualmente el dólar sea considerado una moneda conveniente pueden o no mantenerse, o, de modo más general, las circunstancias internacionales pueden modificarse. De hecho, varios economistas se han preguntado, retóricamente, si los países latinoamericanos hubieran considerado siquiera la dolarización en la década del setenta.

A las consideraciones anteriores sobre el rol de la política monetaria, se opone otro argumento fuerte según el cual la dolarización permitiría controlar la inflación. Esta idea surge de la supuesta “homologación” en las tasas de interés y la tasa de inflación que existiría como consecuencia de una unión monetaria o dolarización, sostenida por Mundell y otros. De acuerdo con esta posición, que ha sido muy discutida, las diferencias de precios entre países con una moneda común serían solamente producto de las diferencias de productividad y no se verían distorsionadas por la política monetaria y cambiaria. Por otro lado, buena parte de la literatura presenta como inevitable la estrategia de dolarizar en países con una experiencia inflacionaria muy intensa e instalada en la sociedad, donde se evalúa como imposible la recreación de confianza en la política monetaria. En general, la alta inflación de estos países es interpretada en la literatura dedicada a la dolarización como consecuencia casi exclusiva de los déficits en las finanzas públicas. A partir de aquí, se presenta como otra ventaja de la dolarización el necesario control del gasto público. Con esa sola medida, el Estado debe aceptar condiciones muy rígidas porque pierde la posibilidad de financiar sus déficits mediante la emisión monetaria. El desarrollo de estas ideas lleva a que la eliminación de un instrumento fundamental como es la política monetaria se convertiría en un hecho positivo para el desempeño de la economía. A lo comentado se agrega el argumento de que el gasto público disminuiría como consecuencia de las menores tasas de interés que se pagarían a los acreedores; paralelamente, se ha señalado que la dolarización sería más conveniente para los países fuertemente

endeudados en dólares, porque podrían asumir su deuda más fácilmente en la medida en que los ingresos que recaudan son del mismo signo monetario que sus egresos.

Por otro lado, si bien hay consenso sobre la insuficiencia del crédito existente en las economías en desarrollo, no lo hay sobre la forma en que este problema debe ser atacado. Como se señaló, los defensores de la dolarización ponen el acento en la disminución del costo del crédito que esta política traería, pero este razonamiento es ampliamente cuestionado. La discusión gira en torno al grado en que el riesgo país está determinado por el riesgo cambiario o por otros factores. A mayor incidencia del riesgo devaluatorio en la sobretasa que el país debe pagar al endeudarse, mayor podría ser el beneficio de eliminar el riesgo de devaluación, por vía de la dolarización. Sin embargo, si esto no es así, se estaría descartando un instrumento de política fundamental que no se compensaría por la ganancia en el costo del crédito. Son numerosos los autores que plantean que no existe una causalidad directa y única, de un riesgo al otro. Al contrario, se admiten diversas conexiones y efectos mutuos. Sturzenegger y Powell (2000) los mencionan detalladamente en un trabajo que indaga el tipo y el grado de las correlaciones que se observan en una muestra de países. Luego de hacer el análisis correspondiente, concluyen que los impactos del riesgo cambiario en el riesgo país son significativos entre los países más dolarizados *de facto* de la muestra, entre los que se encuentra la Argentina, y lo contrario ocurre con los países menos dolarizados, que son Colombia y Chile. Esta conclusión es opuesta a lo que postulan otros autores. Además, se ha llegado a plantear que el riesgo devaluatorio podría conllevar menor riesgo país en la medida en que puede disminuir el riesgo de cesación de pagos, por los efectos fiscales que puede tener una eventual devaluación.

Más allá de esto, lo que es seguro es que la dolarización nunca eliminaría totalmente el riesgo de crisis en el sector externo, ya que podría producirse una fuga de capitales por una pérdida de confianza en la sustentabilidad de las finanzas públicas o del sector financiero del país en cuestión o por otros motivos. Incluso, en la literatura se ha ahondado en los fenómenos de contagio entre países que los inversores perciben como similares o afectados por los mismos factores. El beneficio que la dolarización pueda traer en este sentido es un hecho empírico que sólo podrá evaluarse si la dolarización se concreta, pero en principio existe una objeción importante: en la actualidad, los inversores pueden prestar a los países con monedas no internacionales tanto en moneda local como en moneda extranjera. Sin embargo, en este último caso, los spreads que subsisten son amplios, lo cual habla de la importancia de otros factores, además del cambiario, en la sobretasa que pagan los países. Los

defensores de la dolarización responden a esto planteando que la sobretasa varía si el dólar es la única moneda o convive con otra.

En definitiva, el dilema monetario planteado alrededor de la dolarización parte del diagnóstico de los problemas estructurales de las economías subdesarrolladas y de cómo se resuelven. El origen de la propuesta dolarizadora reside sobre todo en la falta de credibilidad de las monedas de los países menos desarrollados y el caso de la Argentina parecería ser paradigmático en ese sentido. La controversia que generó esta propuesta se orienta en torno a la preferencia por una moneda débil frente a la alternativa de no tener ninguna propia. Quienes proponen la dolarización, dicho en términos simples, buscan abandonar la moneda nacional débil, precisamente porque es débil, y se apartan del camino de construir una moneda más fuerte, lo cual eventualmente podría pensarse como la participación en una moneda supranacional en el marco de un acuerdo regional. Es decir, aunque el diagnóstico de la debilidad de la moneda se comparta, como ocurre de hecho en la gran mayoría de los analistas en el caso argentino, de él no se desprende necesariamente la dolarización como salida. Como se terminará de exponer a continuación, los partidarios de mantener la moneda nacional piensan que ésta cumple funciones insustituibles en la economía.

La discusión sobre las funciones que quedarían a cargo del Banco Central una vez establecida la dolarización, que se vinculan con la posibilidad o no de preservar algún mínimo grado de decisión en la esfera monetaria, presenta un tema controvertido. Hay dos posturas básicas, que pueden ser identificadas con Hausmann y A. Powell (1999), por un lado, y Hanke y Schuler (2001), por el otro. Los primeros sostienen que la institución monetaria ocupa un lugar relevante, aun después de la dolarización, mucho más trascendente que el que proponen los segundos. Para Hausmann y Powell, el Banco Central debe cumplir de todos modos la función de prestamista de última instancia (para esto, como se señalará, es central el tipo de arreglo sobre el señoreaje que se haga, ya que sería la forma básica de proveerse de reservas). Para estos autores, la incapacidad de emitir dinero no inhabilita por completo al Banco Central para cumplir esta función, que debe existir limitada a atender a los bancos que atraviesan problemas transitorios de liquidez, para preservar la estabilidad financiera. Además, consideran vital la existencia de una supervisión y una regulación financiera adecuadas y contemplan la existencia de requisitos de liquidez, que el Banco Central utilizaría para atemperar el ciclo económico.

En cambio, Hanke y Schuler, en su propuesta de dolarización de Argentina, reducen la función del Banco Central a la de una superintendencia de entidades financieras, como la que existe en Panamá, y proponen la

eliminación de los requisitos de liquidez. La función de garante del sistema financiero puede ser más perjudicial que beneficiosa, en la medida que propicia el riesgo moral o puede dar lugar a medidas discrecionales. Los bancos privados serían la única garantía de sus pasivos y competirían entre sí para ganar credibilidad y captar así más recursos. Incluso, estos autores sugieren que los bancos extranjeros podrían dar como respaldo no sólo el de la filial en Argentina, sino el de la casa matriz. Sin embargo, la experiencia reciente de Argentina sugiere que este mecanismo puede no funcionar. En realidad, un sistema bancario como éste, con reducción de controles e impuestos, probablemente daría lugar a una banca *off-shore*, que eliminaría la posibilidad de contar con un sistema financiero propio, orientado a atender las necesidades de inversión de los sectores privado y público nacionales.

#### b) La ausencia del tipo de cambio y el sistema de precios relativos

Las falencias monetarias de los países en desarrollo generan la necesidad, según Hausmann, de recorrer el camino hacia la dolarización. Su visión coloca a esta opción como superior a los regímenes de tipo de cambio fijo, pues sostiene que éstos, aun en sus variantes más rígidas, no pueden mantenerse frente a los crecientes movimientos especulativos. Los regímenes de tipo de cambio flexibles, dice este autor, parten de un diagnóstico equivocado; quienes abogan por ellos creen que el origen del problema es el riesgo moral, que podría neutralizarse si se logra que los inversores asuman un mayor riesgo. Así, se frenaría la volatilidad. Pero Hausmann, en un documento elaborado en conjunto con otros autores<sup>10</sup>, señala que la evidencia empírica tiende a mostrar que los regímenes cambiarios flexibles han provocado mayor inestabilidad macroeconómica y no a la inversa; en realidad, agrega, estos regímenes fueron efectivos en Europa, según se infiere de lo sucedido en 1992, ya que llevaron por lo general a una caída de las tasas de interés, un leve aumento de la tasa de inflación y a cierta reactivación de la economía, pero no en América Latina, donde tuvieron los efectos opuestos<sup>11</sup>. Esta verificación contradice el modelo Mundell-Fleming, del cual se desprende que los países con tipo de cambio flexible estarían más capacitados para controlar su tasa de interés. Independientemente de esta divergencia, los regímenes de tipo de cambio fijo y flexible son cuestionados en última instancia por Hausmann por

---

<sup>10</sup> Hausmann, R, Gavin, M., Pages-Serra, C. y Stein, E. (1999)

<sup>11</sup> Por supuesto, la relación entre los regímenes cambiarios y la inestabilidad macroeconómica es muy controvertida y existen numerosos autores que apoyan la tesis contraria a la de Hausmann y consideran que existe evidencia contundente al respecto.

un motivo similar: ellos no dan lugar a un mercado de crédito de largo plazo y, por eso, adolecerán siempre de una inestabilidad financiera estructural.

La alternativa de la caja de conversión es considerada en muchos casos como una opción inferior a la dolarización, porque deja la puerta abierta a la vuelta a la flotación. En la medida en que no es irreversible, se argumenta, y a pesar de su rigidez como esquema monetario y cambiario, la convertibilidad implica mayores tasas de interés y una exposición mayor a ataques especulativos contra la moneda. Por lo mismo, se comprende el argumento de que cuanto más creíble sea la dolarización como proyecto definitivo, mayores serán los beneficios: la confianza en las nuevas reglas de juego de la economía asegurará la vuelta a un sendero de crecimiento sostenible.

Este planteo se une a un argumento esencial entre quienes proponen la dolarización: los presuntos beneficios de poseer el control de la política monetaria y cambiaria no se concretan empíricamente. La experiencia muestra que los países con las características mencionadas no pueden influir demasiado sobre las tasas de interés y no logran absorber los shocks externos a través del tipo de cambio. La tasa de interés reacciona con mayor vigor que el tipo de cambio ante este tipo de shocks. Los efectos negativos de este régimen son variados, según esta visión, ya que provoca una contracción del sistema financiero, una prima de riesgo sobre las tasas de interés en moneda local y un impulso renovado a los procesos inflacionarios a partir de la indexación de los precios. De estas consideraciones se deriva una pregunta retórica: si la opción de la política monetaria y cambiaria sirve de poco en la práctica y, más aún, genera condiciones de inestabilidad, ¿para qué mantenerla?

En contraposición a estos criterios, se alza un argumento sobre la importancia del tipo de cambio, cuyo carácter particular desaparece luego de la dolarización. Se sostiene que la ausencia de este instrumento de política pone enormes trabas para alcanzar la competitividad necesaria cuando existe un desfase entre los precios domésticos y los internacionales. Además, el tipo de cambio es un arma necesaria para absorber shocks externos de distinta naturaleza, relacionados con condiciones comerciales o financieras en el mercado mundial. Pese al escaso margen de acción en el plano cambiario que disponen los gobiernos de los países en desarrollo en el actual contexto internacional, todavía hay numerosos autores que consideran que se trata de un arma útil y que no produce, en general, efectos colaterales tan temidos como una alta tasa de inflación. Precisamente, para sostener empíricamente este argumento se proponen distintos ejemplos, como el de Brasil tras la devaluación de 1999. Una devaluación en el momento indicado puede ayudar a superar en muchos casos las consecuencias de un ajuste brutal. Pero las

características particulares de los países parecen ser definitorias en relación con los resultados a obtener. Las expectativas inflacionarias o el grado de dolarización de los activos pueden volver más o menos efectiva una devaluación, y en ciertos casos pueden generar condiciones caóticas en la economía. La magnitud de la devaluación es determinante en este sentido y es claro que no puede analizarse una política de depreciación de la moneda sin tener en cuenta el grado en que ésta se produce.

N. Roubini presentó un documento a fines de 2001 con recomendaciones sobre la política que debería adoptar la Argentina, en el cual otorga gran relevancia al tipo de cambio como instrumento necesario cuando existen desfases en los precios relativos que impiden alcanzar mayor competitividad. Este autor argumenta que es falsa la vinculación que suele postularse entre la ineficacia de la devaluación y la dolarización de los activos; en ese sentido, rechaza la idea de que un país altamente dolarizado como la Argentina no podría tener política monetaria independiente y que una devaluación conduciría inevitablemente a alta inflación. Según Roubini, el elemento a analizar para saber si una devaluación puede funcionar es si los salarios reales son flexibles a la baja, no la dolarización de los activos. En Argentina, señala, los salarios reales son flexibles, y más en un contexto de recesión económica y con desindexación de las remuneraciones. En ese caso habría espacio para generar una devaluación real, que provoque efectos ulteriores positivos. Es interesante subrayar la idea central de Roubini: la dolarización no elimina la necesidad de efectuar transferencias de recursos y de provocar cambios en los balances de los agentes. Sin la posibilidad de devaluar, estas modificaciones se producen igual, pero de una forma más lenta y costosa.

La idea de que la dolarización no evita las transferencias de recursos necesarias para una situación de equilibrio se agrega al argumento de que esta política causaría otro tipo de transferencias. La dolarización de facto o el “pecado original” se proponen como argumento a favor de la dolarización formal, pero este fenómeno es focalizado desde una óptica distinta por otros analistas. Tsang Shu-Ki cree que el gobierno de Hong Kong debe dejar que la dolarización de facto siga su curso, si es que esto sucede, pero no debe dolarizar oficialmente. Justifica esta posición en la complicada situación que se generaría en la red de contratos existentes. Habría transferencias cuantiosas de recursos, en la medida que las tasas de interés pactadas en los contratos en dólares de Hong Kong difieren sustancialmente de las tasas en dólares norteamericanos. Este resultado anularía la opción de abandonar la moneda local como medida sorpresiva por parte del gobierno, mientras que establecer

un período de transición o una dolarización paralela son descartados por su fuerte efecto desestabilizador.

La discusión sobre el tipo de cambio se enriquece al incorporar la cuestión del número de monedas que continuarán existiendo en el mundo futuro. Hay una tesis según la cual las monedas más débiles y menos extendidas irán desapareciendo, mientras que se consolidarán las monedas más fuertes. Esta tendencia llevaría a reducir los costos de las transacciones entre países, haciendo más eficiente el comercio internacional. Hausmann comparte esta proyección, que además considera deseable, puesto que acarrearía mayor estabilidad y sería más compatible con la globalización de los mercados financieros. Es claro que la actual configuración monetaria y financiera internacional genera permanentes turbulencias, en gran medida debido a la disparidad en el valor de las distintas monedas. Los países más pequeños tienen escaso margen para controlar su tipo de cambio, más allá del carácter y amplitud de las regulaciones que apliquen, lo cual produce una situación de gran volatilidad que puede volverse insostenible.

Frente a estos fenómenos, A. Meltzer ha propuesto que las principales zonas monetarias del mundo establezcan una meta de inflación del 0% y que estas monedas puedan ser de curso legal en los países cuyas monedas son débiles y poco creíbles. Sin embargo, otros autores como Krugman (1999b) ofrecen elementos que cuestionan la bondad de un número reducido de monedas como salida a este problema (que bautiza como una “monomoney mania”, o sea una manía de una moneda única). Básicamente, Krugman plantea que la moneda es el medio más aceptado que tiene una economía para absorber shocks que actúan de forma asimétrica con respecto a otras economías. Si este mecanismo no existe, los efectos del desequilibrio producido tienden a ser mucho más costosos y duraderos. Krugman recurre al razonamiento clásico planteado por Friedman; este autor ha insistido en la ventaja de utilizar el tipo de cambio como instrumento, de modo que una sola variable resuelve los ajustes que deben producirse en un país ante cambios en su productividad relativa o por diferencias con otros en el ciclo económico que, de otro modo, exigirían actuar sobre una cantidad casi infinita de mercados. Por razones como esas, Krugman (1999a) destaca además la importancia de emitir dinero para superar una recesión o rescatar el sistema financiero, incluso en Argentina.

En resumen, los partidarios de la dolarización ven esta política como la opción más ventajosa, en algunos casos caracterizada como una renuncia favorable y en otros como un camino de liberación; sus críticos más contundentes, en cambio, señalan que ella implica renunciar a un factor de política vital en un modelo de desarrollo, a cambio de no resolver los problemas esenciales, que se vinculan con el escaso desarrollo de las estructuras productivas. La

dolarización disminuye la capacidad regulatoria oficial para alterar el ciclo económico, para superar crisis del sector externo, para respaldar el sistema financiero, así como para mejorar la distribución del ingreso y orientar los precios relativos. Además, presenta diversos aspectos críticos como la posible contracción del circulante en economías estructuralmente deficitarias en su comercio exterior, sobre lo que se comenta en el apartado siguiente, o las asimetrías que surgirían entre empresas nacionales y extranjeras, por la posesión de divisas, con el consiguiente efecto negativo en la capacidad productiva de un país. Cuanto más grande es la economía, mayor es el costo de perder la moneda nacional. En cambio, los beneficios supuestos, como la disminución de las tasas de interés y la inflación, son relativos, a la luz de la evidencia empírica.

### c) La oferta monetaria

Un aspecto esencial de la dolarización tiene que ver con la condición básica para que ésta pueda llevarse a cabo: la disponibilidad de dólares en el país en cuestión para repartir entre los ciudadanos en el origen del proceso. Luego, debe haber algún sistema para que la oferta de dólares siga la demanda de moneda, lo que plantea de nuevo el tema de las fuentes de esos recursos. La respuesta más generalizada a este punto es que las reservas en poder de la autoridad monetaria local deben ser suficientes para iniciar el juego. Las reservas deberían superar un nivel mínimo, dado por el valor del circulante en moneda nacional existente al momento de dolarizar, que debería ser canjeado por esa divisa en su totalidad. Esta cuestión, apenas mencionada por varios de los más fervientes precursores de la dolarización, resulta fundamental y debería ser analizada antes de considerar cualquier propuesta de dolarización. Por supuesto, hay otros requisitos técnicos para que la dolarización sea factible, que se tratan como parte del problema de la implementación, pero este requisito es esencial desde el punto de vista económico.

Para llevar adelante una dolarización con éxito, sería más conveniente y seguro poseer reservas que superen el circulante (al tipo de cambio esperado) y alcancen para cubrir el monto de bonos utilizados por el Banco Central para realizar operaciones de mercado abierto e incluso para cubrir toda la base monetaria, que contiene los depósitos de los bancos en poder del Banco Central. En principio, la opción de que el Estado se endeude en caso de existir un déficit de reservas es controvertida, en función de los objetivos que se buscan con la dolarización. Hausmann y Powell evalúan el caso de siete países de América Central y el Caribe y constatan que sólo dos de ellos cumplen el criterio más exigente de contar con reservas que alcancen el valor de la base

monetaria. Para cubrir ese bache entre la realidad y los criterios operativos, estos mismos autores incorporan la hipótesis de que la mayoría de aquellos países quedaría en una situación razonable en términos de reservas si se efectuara un acuerdo con Estados Unidos para compartir el señoreaje tras la dolarización.

Por otra parte, como se mencionó en el apartado sobre el esquema monetario, hay autores que consideran fundamental el ejercicio de funciones de prestamista de última instancia en la puesta en marcha de la dolarización, para un correcto desempeño del sistema financiero, aunque otros lo descartan. Hausmann y Powell proponen que, una vez establecida la dolarización, el Banco Central actúe ante situaciones de iliquidez para recrear la confianza en el sistema financiero. Por lo pronto, es ciertamente difícil imaginar el comportamiento de la economía si el Estado queda totalmente despojado de reservas, por lo cual parece necesario disponer de una elevada cantidad de dólares y de un arreglo para compartir el señoreaje. Sin embargo, la mayoría de los países está lejos de cumplir la primera de estas condiciones mientras que resulta difícil, todavía, apreciar la viabilidad de la segunda.

Además de la oferta monetaria inicial, la dolarización exige imaginar cuáles serían los mecanismos para asegurar su manejo posterior. En este sentido, como se dijo, disponer de al menos una porción del señoreaje potencial sería vital, pero al margen de esto, la evolución real de la masa monetaria estaría definida por la entrada o salida de divisas por el comercio exterior además del ingreso neto de capitales externos. La situación de deficiencia en términos de exportaciones y de fuerte dependencia de las importaciones, que muestran países como la Argentina, arroja un serio interrogante sobre la posibilidad de sostener en el tiempo el crecimiento de la masa monetaria que puede ser necesario para acompañar la marcha de la actividad. Al mismo tiempo, parece muy arriesgado supeditar esta dimensión a la entrada de capitales externos, cuyo comportamiento suele estar más asociado a una lógica financiera y de corto plazo que productiva. Sin duda, estos problemas plantean un obstáculo difícil de salvar para el desempeño económico<sup>12</sup>.

#### d) El señoreaje

Otra consecuencia negativa de la dolarización es la pérdida del señoreaje del gobierno nacional, situación bastante diferente a lo que ocurre cuando se tiene

---

<sup>12</sup> Países como Ecuador y El Salvador están resolviendo este problema gracias a las remesas de los emigrantes hacia sus familias y la ayuda externa, que les provee de divisas que serían muy difíciles de obtener en otras circunstancias. Ecuador, además, cuenta con el petróleo, que representa una porción nada despreciable de su economía, pero cuya capacidad de convertirse en una cantidad mayor o menor de divisas depende de los precios internacionales que son muy variables.

una moneda nacional o, en última instancia, una caja de conversión. La emisión de moneda local arroja un beneficio para el emisor que es muy significativo para sus cuentas, pero depende de las características de cada economía. Ese señoreaje se pierde en parte con la Convertibilidad, aunque en el caso de Argentina se calculaba todavía un beneficio del orden de 600 a 750 millones de dólares anuales durante la década del noventa. Esta cifra no es despreciable. En realidad, este monto no puede ser interpretado como señoreaje en sentido estricto, ya que no se trataba de una entrada neta de dinero a las arcas del Estado. En efecto, para sostener la Convertibilidad, el gobierno debió mantener un total de reservas equivalente a la base monetaria, para lo cual tuvo que endeudarse, pagando intereses sobre ese monto. La posibilidad de percibir a su vez un interés por esas reservas, en todo caso, disminuyó la carga financiera, pero no representó un ingreso efectivo, como ocurre típicamente con el señoreaje (en otros países, como los de América Central, se estima que el señoreaje representa un porcentaje del producto bruto interno aun mayor que en Argentina). Es claro que la pérdida del señoreaje no sólo tiene efectos fiscales sino que afecta al equilibrio externo dado que la dolarización obliga prácticamente a acumular superávits permanentes en la cuenta corriente; irónicamente, esta exigencia va en contra de la demanda natural de un país en desarrollo para el cual es lógico tener déficit, en un nivel sostenible. En definitiva, el costo de dolarizar transcurre paralelo a una transferencia anual implícita de recursos hacia Estados Unidos que deberá tomar la forma de bienes o servicios.

Los promotores de la dolarización han advertido que este aspecto no debería resultar problemático, ya que se cuenta con diversas alternativas. El tema está bastante desarrollado en la literatura. En principio, sería posible efectuar una serie de arreglos institucionales con Estados Unidos, para obtener una parte del incremento del señoreaje que este país captaría. En ese sentido, ya hay varias propuestas para que Estados Unidos comparta el ingreso por señoreaje en caso de que Argentina imponga la dolarización. Una de ellas es la del Joint Economic Committee de Estados Unidos (Joint Economic Committee Staff Report, 1999), que establece una fórmula de cálculo de la porción del señoreaje que le correspondería a Argentina, basada en su participación en la base monetaria en dólares. A partir de esta fórmula, Estados Unidos transferiría un monto anual a la Argentina. Barro (1999) propuso una opción mucho más simple: una única transferencia inicial, por una suma de dólares igual a la cantidad de pesos en circulación. De todas formas, para tener una idea cabal del alcance que podrían tener eventuales acuerdos para transferir parte del señoreaje, hay que tener en cuenta la falta de experiencia en este

sentido y el conflicto de intereses que surge de la operación.<sup>13</sup> La ausencia de casos a nivel mundial y la posición reticente de Estados Unidos cuestionan severamente la probabilidad de que se cuente con un ingreso por señoreaje luego del reemplazo de la moneda nacional por el dólar.

Por otra parte, este tema está relacionado con la cuestión de la emisión del dinero. Hay algunos autores, absolutamente identificados con la llamada “economía de mercado”, como G. Becker, que proponen que la emisión de dinero no debería ser un monopolio del Estado, sino que debería estar a cargo de entidades privadas que competirían en el mercado y de las cuales subsistirían o tendrían mayor éxito aquéllas que el público perciba como más confiables. Las entidades o bancos que logren mayor confianza, enfrentarán una mayor demanda del dinero emitido por ellas. Hanke y Schuler proponen que un esquema de este tipo funcione al implementar la dolarización en Argentina. Explican que los bancos podrían emitir certificados que equivaldrían a la cantidad de dólares depositados en ellos, que el público tendría incentivos a aceptar. Así, argumentan, el señoreaje correspondiente no sería patrimonio de Estados Unidos, sino que quedaría en el país. Naturalmente, no es lo mismo que el señoreaje quede en manos oficiales o bien de entidades privadas, dado que el sistema funciona de forma diferente en cada caso, y en el último los resultados son inciertos en cuanto al traslado del beneficio a los consumidores, en la forma de precios más bajos o mejor calidad de los servicios.

#### e) La integración económica

Tanto los partidarios como los opositores a la dolarización se ocupan del problema de la integración económica, pero lo evalúan de modo muy diferente. Los primeros señalan como una ventaja de la dolarización, además de un sistema financiero más sólido y un crecimiento más estable, la profundización de la integración económica, tanto comercial como financiera, con el resto del mundo, a consecuencia de la caída de los costos de transacción. Esta caída no es simétrica porque sería más promisorio en la relación con Estados Unidos para los países que dolarizan, pero no en relación

---

<sup>13</sup> Si bien los acuerdos para compartir el señoreaje eran bastante generalizados en las cajas de conversión que agrupaban a varias colonias británicas en el pasado, el único acuerdo que perduró entre países completamente dolarizados o con sistemas bimonetarios es el asociado al área monetaria común de Lesotho, Namibia y Sudáfrica (Bogetic, Z., 1999) que tiene un carácter especial y diferente a los casos tratados aquí. Por otra parte, Panamá sólo obtiene señoreaje por las monedas en circulación, que emite por su cuenta como balboas. Pero este país no tiene acuerdo por señoreaje con Estados Unidos, al igual que Ecuador. Éste último, para poder ejercer las funciones de prestamista de última instancia, estableció un mecanismo de reciclaje de liquidez y un fondo, a partir de créditos de instituciones internacionales y aportes de los bancos proporcionales a sus depósitos (CEPAL, 2001).

a otros mercados. Sin embargo, la escasa integración comercial actual de Estados Unidos con parte de la mayoría de los países latinoamericanos (y, sobre todo, de la Argentina) es un dato central para predecir los resultados de la adopción de la moneda de aquel país y pone un interrogante sobre la relación entre disminución de los costos de transacción y ampliación de las relaciones comerciales.

La integración, como dimensión de la dolarización, puede ser analizada a partir del concepto de área monetaria óptima. Este enfoque, desarrollado por Mundell (1961), dice que para que exista un área monetaria óptima, debe haber una vasta integración económica entre los países, especialmente en la movilidad del factor trabajo. Es evidente que esta movilidad no existe entre Estados Unidos y el resto de los países del continente, lo cual cuestiona desde esta óptica la conveniencia de la dolarización. Asimismo, quienes se oponen a esta opción destacan la importancia del proceso de integración regional en el cual se encuentra el país que dolariza. La Argentina, por ejemplo, no captaría beneficios comerciales significativos en su relación con Estados Unidos dada la escasa integración comercial con ese país, mientras que correría peligro de resquebrajamiento el Mercosur, que es vital en el comercio exterior argentino. En otras palabras, la integración potencial con Estados Unidos que impulsaría la dolarización se contradice con la integración que se está llevando a cabo en el Cono Sur y que ofrece perspectivas muy distintas para la Argentina. Este aspecto no se limita al ámbito económico, ya que la Argentina podría deteriorar su alianza política con Brasil, que surge de una opción estratégica que parece irremplazable, en el contexto de las reglas de juego actuales a nivel mundial.

Treber (2002), entre otros, ha planteado que un objetivo oculto de la dolarización sería facilitar el proceso del ALCA. La dolarización en el marco de una posible integración comercial con Estados Unidos debe ser analizada en todas sus dimensiones. Son numerosos los críticos del ALCA por las consecuencias que traería a la Argentina. Éste país no podría competir con los productos de Estados Unidos, por la enorme brecha de productividad entre ambos, y tampoco podría hacerlo con países como los del Sudeste Asiático o México por los costos laborales. Estas desventajas se verían agravadas por la falta de la infraestructura necesaria y por la ubicación geográfica de la Argentina, según Treber.

Por otra parte, se arguye que Canadá y México, por estar estrechamente vinculados con Estados Unidos, podrían obtener mayores beneficios si adoptaran el dólar norteamericano. Sin embargo, si así lo hicieran no contarían con ningún instrumento de política en caso de recibir un shock que no afectara a Estados Unidos de la misma manera, ya que tampoco podrían disponer del

uso de los aranceles aduaneros. Estos resultados no ocurren al interior de Estados Unidos porque allí se aplican mecanismos compensatorios, dirigidos, básicamente, desde la política fiscal que facilitan la transición de las áreas que se ven afectadas por shocks regionales.

#### f) La implementación

Como se vio, a partir de determinado diagnóstico sobre las economías con monedas débiles algunos autores concluyen que la mejor opción es la adopción de una moneda externa o supranacional. Es importante señalar que los que proponen la dolarización insisten en que esa medida exige ser complementada con profundas reformas económicas e institucionales para que sea verdaderamente efectiva. Éstas, según sostienen, incluyen la necesidad de eliminar rigideces existentes en el mercado de trabajo, que dificultarían el ajuste necesario frente a problemas de competitividad; sólo así se podría compensar la rigidez que se genera en el tipo de cambio. En el extremo de estas ideas se ubican los que proponen la eliminación de la mayor cantidad de controles posible, a los cuales consideran como esencialmente dañinos, arguyendo que en ese caso la política económica sería más transparente.

Un número importante de autores hace hincapié en el consenso político y social como un requisito fundamental para que la dolarización funcione. Este consenso debe existir al momento de la implementación y debe mantenerse en el tiempo. La sociedad debe estar dispuesta a asumir los costos de la dolarización y ésta debe ser suficientemente creíble para que ofrezca los resultados positivos que se buscan. Esa credibilidad sería esencial para un funcionamiento estable de la economía y de las instituciones políticas. En particular, se trata de una condición para que las tasas de interés puedan disminuir; de allí se deduce que habrá así un mercado crediticio en crecimiento que fomentará el repunte de las inversiones y el consumo, y que contribuirá para que las autoridades tengan la posibilidad de mantener cierto monto de reservas que pueda ayudar a resolver problemas temporarios de iliquidez.

Hausmann y Powell otorgan gran relevancia a estos temas y sostienen que la decisión de dolarizar es eminentemente política; el análisis técnico sólo determinará si es factible la dolarización y cuál es la mejor forma de implementarla. Más allá de este punto, el razonamiento desarrollado por estos autores se aplica a todos aquellos países cuya moneda no cumple la función de combinar el ahorro y la inversión a través del crédito; en cambio, una moneda fuerte como el dólar cumpliría predominantemente esta función. En principio, a partir de esta caracterización puede inferirse que la dolarización sería una

opción óptima para un número importante de países. En una comparación con la caja de conversión, Hausmann y Powell suponen que la dolarización será preferible si el costo de oportunidad del señoreaje y de la posibilidad de pasar a una flotación cambiaria es menor al costo de la prima por riesgo país que se debe asumir, lo cual debe determinarse para cada país. En relación con esto, según ellos la Argentina sería un serio candidato a la dolarización.

Independientemente del juicio que se haga sobre el planteo de Hausmann y otros autores, debe reconocerse una cualidad que lo vuelve más atractivo que otros argumentos a favor de la dolarización. Hausmann, para explicar la inestabilidad macroeconómica y financiera, subraya la existencia de factores globales, relacionados con el sistema financiero internacional. En principio, ese enfoque evita la explicación simplista que parte de la incapacidad o falta de credibilidad *per se* de la dirigencia política de ciertos países; esta última variante desconoce otros factores intervinientes y es claramente insostenible. De todas formas, el hecho de que existan factores globales de peso no significa que éstos sean enfrentados desde una concepción apocalíptica. Además, es necesario hacer un análisis riguroso y complejo de la situación y del contexto de cada país, que no debería limitarse a los aspectos señalados por Hausmann y Powell, comentados en el párrafo anterior.

Estos autores describen las condiciones que harían de la dolarización la mejor alternativa posible y señalan, además, los requisitos mínimos que se necesitan para que sea factible. Éstos son: la viabilidad constitucional y legal de la dolarización y la disponibilidad de reservas suficientes, como mínimo, para recomprar todo el circulante. Otros autores buscan restringir más el universo de los países en los cuales podría resultar factible y/o conveniente la dolarización. En principio, se suele dar gran importancia al historial en términos de inflación e inestabilidad de cada país, así como al grado de dolarización *de facto*.

Roubini propone una clasificación exhaustiva de los criterios que debe satisfacer un país para adoptar el dólar como moneda de curso legal. Los divide en factores financieros, monetarios y fiscales, además de los reales y los relacionados con el comercio y otros. Entre los primeros, se cuenta la credibilidad de la autoridad política (cuanto más minada esté, más beneficiosa será la adopción de un régimen monetario rígido), la experiencia de un pasado inflacionario (aunque con baja inflación presente como para que sea creíble el compromiso que supone la dolarización), la disponibilidad de reservas suficientes, la posibilidad de instrumentar la función de prestamista de última instancia luego de la dolarización y un sistema bancario sólido y competitivo, regulado y supervisado adecuadamente, menos expuesto a crisis sistémicas.

También incluye el grado de dolarización de hecho como un aspecto a tener en cuenta, así como el régimen cambiario del cual se parta.

El costo que supone la pérdida del señoreaje y el grado de solvencia del Banco Central sin este ingreso están dentro del primer grupo de factores. El estado de las finanzas públicas resulta decisivo; cuanto menores sean el déficit y la deuda pública, mejor funcionará la dolarización, ya que será más creíble el compromiso del gobierno. Además, el proyecto dolarizador será mejor evaluado por Estados Unidos, porque será menor el riesgo de tener que implementar rescates financieros y también disminuirá la probabilidad de crisis que afecten los activos norteamericanos. Roubini menciona que estos riesgos son más importantes cuando se trata de países relativamente grandes.

El segundo grupo de factores enumerados por este autor está formado por la habilidad de hacer política monetaria contracíclica, la correlación entre el ciclo económico del país que dolariza y Estados Unidos, el grado de integración comercial con este país, la vulnerabilidad a los cambios bruscos en los términos del intercambio (ésta puede hacer más necesaria una variación en el valor del tipo de cambio) y el grado de apertura comercial, por distintas razones (entre otras, porque cuanto más abierta es una economía, mayor es el impacto de las devaluaciones en los precios internos).

Los factores restantes son el grado de flexibilidad del mercado de trabajo y el grado de movilidad internacional del trabajo y del capital (como forma de tender a un nuevo equilibrio cuando la economía ha experimentado un cambio en las variables que más inciden sobre ella). Además, Roubini señala que las asimetrías que surjan luego de la adopción de una moneda de otro país podrían ser mejor toleradas si existe un cierto “federalismo” fiscal, explícito o implícito. Así, los shocks podrían ser compensados entre regiones por transferencias de recursos fiscales. Dado que es improbable que un país dolarizado se inserte también en un proyecto de integración fiscal, pueden imaginarse mecanismos implícitos, como las remesas que envían los ciudadanos que trabajan, en este caso, en Estados Unidos, al país que dolariza, siempre que éstos constituyan un número importante. En este grupo de factores, también incluye el consenso político. Algunos de los aspectos mencionados, sin ser requisitos en sentido estricto, son fundamentales para evaluar los posibles beneficios de la dolarización.

El tema de los requisitos económicos que un país debe cumplir para estar en condiciones de dolarizar con éxito, suponiendo que la dolarización puede ser exitosa, no es menor. Aun cuando se los considere reducidos en número, son difíciles de alcanzar desde el punto de vista cualitativo. Además, este aspecto de las propuestas de dolarización encierra cierta inconsistencia. En un artículo de 1999 que busca responder a las propuestas de dolarización en Costa Rica,

Henry Mora remarca el error de considerar a la dolarización como una panacea frente a los problemas económicos; en efecto, se pregunta: ¿cuál es el sentido de la dolarización si para llevarla a cabo hace falta antes dar una solución a la débil situación fiscal y financiera de los países? En realidad, podría decirse que si esa debilidad no existe es porque ya se cuenta con un buen desempeño económico y, en ese caso, la dolarización sería en buena medida una propuesta absurda.

Existen, teóricamente, tres modos distintos de llevar a cabo la dolarización: por una decisión unilateral; en el marco de una unión monetaria con Estados Unidos o, por último, a través de un acuerdo bilateral con aquel país. La primera opción es la menos deseable. En primer lugar, implicaría resignar absolutamente el ingreso por señoreaje, así como cualquier tipo de consideración, si ésta fuera posible, del país que dolariza en las decisiones del gobierno estadounidense. En segundo lugar, una dolarización unilateral seguramente no sería bien vista por Estados Unidos; como se vio, este país pretende tener participación para aclarar los términos en los que se concretaría, sin que se comprometa a su gobierno en el futuro de la economía dolarizada, y para tener capacidad de supervisar la factibilidad de la medida. Es claro que este punto adquiere una significación especial para países del tamaño de la Argentina cuando evalúan la aplicación de la dolarización.

La segunda opción es bastante improbable. Las asimetrías existentes entre Estados Unidos y los países latinoamericanos presentan una serie de obstáculos prácticos difíciles de salvar. Pero, fundamentalmente, la hegemonía política y económica de Estados Unidos vuelve virtualmente imposible la concreción de un acuerdo que subordine la política económica norteamericana (o siquiera que reduzca sus márgenes) a los intereses de la unión. El debate sobre dolarización desarrollado en el ámbito político de Estados Unidos refleja claramente esta realidad.

La unión monetaria entre Estados Unidos y otros países del continente americano no ofrece ninguna posibilidad de reproducir un proceso como el del euro, donde los actores nacionales llegaron a acuerdos entre semejantes. Este aspecto resulta relevante para diferenciar ambos procesos que seguramente diferirán, a pesar de que la literatura alude al euro en forma generalizada para ejemplificar los resultados que tendría la dolarización. Ella refiere, por ejemplo, el hecho de que, luego de la implantación del euro, se produjo una expansión de la actividad económica en aquellos países europeos cuyas monedas eran relativamente más débiles. También infiere que los europeos valoran una moneda fuerte frente a la pérdida potencial de su soberanía monetaria, sin tener en cuenta que esta pérdida no es completa y no se delega

en otro país, sino en un Banco Central que responde a los deseos de sus socios nacionales.

En definitiva, la opción para Argentina de establecer un acuerdo bilateral con Estados Unidos parece ser la más viable, aunque difícil y de resultado incierto. El punto sobre el cual podría cerrarse un acuerdo con mayor seguridad es el señoreaje; sin embargo, a la luz de lo expresado por las autoridades de Estados Unidos, la posibilidad de encarar una negociación con aquel país en condiciones razonables parece lejana.

Hay una serie de dificultades técnicas, que parecen menores, pero deben ser tenidas en cuenta en el caso de implementar la dolarización. Como ejemplo, para que el dólar circule como moneda de curso legal es necesario contar con una masa de monedas y billetes de baja denominación que, en general, no poseen los tenedores locales de divisas ni el Banco Central. Una posibilidad sería que el Banco Central, luego de la dolarización, siguiera acuñando las monedas necesarias para las transacciones cotidianas, a semejanza del mecanismo que existe en Panamá, donde se utiliza el balboa para las transacciones menores, y, en cierta forma, en Ecuador. La diferencia es que las monedas de Panamá no están respaldadas enteramente por reservas, mientras que esto sí sucede en Ecuador, donde existe una especie de caja de conversión que se aplica únicamente a las monedas. Hanke y Schuler proponen que el Banco Central de Argentina no acuñe monedas; al comienzo del sistema, el monto de 575 millones de pesos, que era el total en circulación en monedas a fines de 2000, puede ser extendido a 700 millones por única vez. Luego, según ellos, el gobierno no debería acuñar nuevas monedas ni reemplazar las viejas y el público podría usar monedas acuñadas por el gobierno estadounidense o por los bancos.

Entre las propuestas de dolarización también hay diferencias en relación con el tiempo conveniente para la implementación. Hausmann y Powell señalaron que sería necesario un período de dos a tres años para completar la dolarización, mientras que otros la proponen como medida inmediata y totalizadora. Precisamente, algunos analistas, como Tshang Shu-Ki, creen que no se puede anunciar la dolarización y postergar su concreción definitiva, porque el resultado sería desestabilizador, al provocar una huida anticipada y generalizada de la moneda local.

Por último, conviene hacer un comentario sobre la moneda a adoptar para reemplazar la propia. Este documento se refiere a la dolarización, como lo hace la literatura existente sobre el tema, aunque las consideraciones a hacer serían similares sobre la adopción de otra moneda externa. De hecho, la aclaración que suele hacerse es que se habla de dolarización porque ésta es la moneda de mayor difusión mundial y porque los países que serían candidatos

a esta política ya están fuertemente dolarizados, aunque no lo hayan decidido oficialmente. La dolarización *de facto* se refiere a que una parte considerable de la riqueza financiera privada en esos países está en dólares en depósitos bancarios, bonos o dinero en efectivo. Argentina es uno de los casos más extremos en América Latina, pero no el único; según una estimación del Tesoro de Estados Unidos, a enero de 2000 existían alrededor de 25.000 millones de billetes de dólar en Argentina. No cabe duda de que el debate sobre la dolarización como política oficial se vio alentada, en buena medida, por esta dolarización de hecho.

### *La dolarización en el mundo*

La dificultad de evaluar si los juicios sobre la dolarización son valederos reside en buena medida en la inexistencia de un número razonable de países que hayan dolarizado y hayan mantenido, además, este régimen por un tiempo suficientemente extenso como para apreciar resultados en el largo plazo, que son los más trascendentes. En realidad, el hecho de que la dolarización sea un fenómeno marginal en el mundo es un dato en sí mismo y sugiere que, independiente de cuál sea el motivo, la mayoría de los países ha preferido mantener su moneda, aun con las limitaciones que ésta pudiera tener. Este dato es también un argumento contra la dolarización en Argentina frente a la experiencia de otros países con características similares que preservan su soberanía monetaria.

En la actualidad, hay alrededor de 30 países y territorios que establecieron la dolarización como política oficial<sup>14</sup>. Se trata en general de estados pequeños, en su mayoría de menos de 100.000 habitantes, que poseen un grado alto de apertura externa y con controles de capitales reducidos o nulos. Por otra parte, hay aproximadamente 15 países y territorios, con características similares aunque de mayor tamaño promedio (Cambodia es el de mayor población, con alrededor de 11 millones de habitantes, con un producto per capita muy bajo y escaso desarrollo de las relaciones de mercado modernas, y hay varios de menos de 500.000 habitantes) que poseen un sistema oficial bimonetario; en esos casos, la moneda externa es de curso legal y es predominante en los

---

<sup>14</sup> Nuevamente, conviene aclarar que se menciona muchas veces como dolarización la adopción de la moneda de otro país aunque esta no sea el dólar. En efecto, diversos países del Este de Europa tienden a utilizar el marco alemán (y ahora el euro) en sus transacciones y Bulgaria estableció una ley de convertibilidad pero atada al marco. Hay otros casos donde países de menor desarrollo relativo eligen la moneda más influyente en su zona económica.

depósitos bancarios, pero no así en el pago de salarios, impuestos y transacciones comerciales menores.<sup>15</sup>

A comienzos de 2000, el gobierno de Ecuador decretó la dolarización oficial, transformándose en el mayor país hasta el momento en hacerlo. Esta medida estuvo acompañada de una serie de reformas macroeconómicas muy significativas, aplicadas sobre el mercado de trabajo, el sector público y el sistema financiero, que se sumaron a una reestructuración de la deuda pública previo acuerdo con el FMI.

El análisis de las consecuencias que trajo en este país la dolarización, junto con el resto de las reformas, es polémico.<sup>16</sup> Los que apoyan esta decisión rescatan un supuesto control de la inflación y un retorno al crecimiento. Sin embargo, el deterioro social y económico que trajo consigo la dolarización en Ecuador parece difícil de negar. Ésta se concretó luego de una brutal depreciación del sucre<sup>17</sup>, la moneda que era de curso legal, y de un fuerte proceso inflacionario que no pudo ser contenido ni siquiera con la drástica medida de eliminar dicha moneda. De acuerdo con datos de CEPAL, la inflación fue cercana al 60% anual en 1999, se elevó a más del 90% en 2000, dada la brutal depreciación previa del sucre, y se ubicó cerca del 25% en 2001, valor que resulta muy alto si se tiene en cuenta que es en dólares. Este resultado indica que la creencia de que la dolarización aseguraría un freno inmediato a la inflación resultó infundada. La evolución del PBI tampoco modificó su tendencia rápidamente. Luego de una feroz caída en 1999 de 7,3% (el PBI por habitante cayó 9%), durante el año 2000 la tasa de crecimiento fue de apenas 2,3% y recién en 2001 se acercó a 5%. Según CEPAL, esta tasa se debe más a la construcción de un oleoducto de crudo pesado y a la inversión pública que al aumento del consumo. Las exportaciones crecieron, pero este éxito formal se debe en buena medida al aumento del precio internacional del petróleo, mientras que las importaciones mostraron en 2001 una tendencia fuertemente creciente.

Por otra parte, los cambios en la estructura social ecuatoriana durante los últimos años son impactantes y la dolarización parece reforzar esa tendencia negativa. En el año 2000, el número de pobres en Ecuador más que duplicaba la cifra de unos pocos años antes. El aumento de la pobreza se produjo en

---

<sup>15</sup> Según un relevamiento hacia 1999 de Zeljko Bogetic, del Fondo Monetario Internacional, al cual se agregan los últimos casos de dolarización.

<sup>16</sup> Es interesante rescatar la observación de Rob Vos acerca de que la dolarización en Ecuador estuvo más impulsada por razones políticas que por consideraciones estrictamente económicas (Vos, R., 2000), lo cual debe incidir en la discusión sobre las consecuencias esperadas de esta política.

<sup>17</sup> Vos señala que la magnitud de la depreciación de la moneda estuvo seguramente influida por la cantidad de reservas disponibles a ser utilizadas para concretar la dolarización. Éste es un ejemplo del serio problema que plantea la falta de reservas suficientes para la dolarización, problema con frecuencia subestimado por quienes proponen este camino.

forma simultánea con la concentración de la riqueza. El desempleo disminuyó en 2000 con respecto a 1999, pero sólo pasó de 15,1% a 14,1%; estos valores resultan muy superiores a los observados durante toda la década del noventa, que oscilaron entre 7,5% y 11,5% (este último dato corresponde a 1998). Además, debe señalarse que el efecto de la emigración (que constituye un porcentaje considerable de la población económicamente activa), habría ayudado a aplacar la oferta excedente de trabajo, mientras que contribuye ahora a la entrada de dólares al mercado debido a las remesas que mandan los trabajadores a sus familias. Mientras tanto, el salario real continuó la tendencia a la baja de los últimos años y registró en 2000 una caída del 13,6% con respecto a 1995.

Panamá es otro caso que llama especialmente la atención porque este país adoptó la dolarización en 1904. Los partidarios de ella resaltan el desempeño macroeconómico y la existencia de un mercado crediticio muy desarrollado en ese país, que hace de Panamá el único país en Latinoamérica que ofrece créditos hipotecarios a tasa fija y a 30 años en moneda doméstica. Se pone el acento también en que las tasas de interés, así como las primas por riesgo país, fueron menores que en otros países latinoamericanos. Se señala, asimismo, que Panamá sufrió diversas turbulencias, que afectaron sustancialmente su economía, pero el sistema bancario en general respondió bien, de manera que pocos bancos cayeron en las últimas décadas. A pesar de la inexistencia de un prestamista de última instancia, el sistema habría mostrado solidez gracias a las líneas de crédito externas tomadas por bancos locales y al rol de los bancos extranjeros, que habrían hecho las veces de prestamistas *de facto* de última instancia. La opinión generalizada entre quienes ven positivamente la dolarización en Panamá es que no logró evitar por completo el efecto de los shocks, pero éstos no serían producto del sistema monetario en sí mismo, que en cambio habría mostrado ser sólido ante las situaciones de crisis.

Otros analistas siembran fuertes dudas sobre el futuro promisorio que a simple vista puede sugerir el caso panameño. En principio, ofrecen reparos en tomarlo como representativo debido a que se trata de un país relativamente pequeño y con vínculos especialmente estrechos con Estados Unidos, lo que lo vuelve un caso particular. Además, ellos tienden a invertir el argumento mencionado más arriba en el sentido de que la dolarización no evitó la fijación de spreads importantes ni el estallido de crisis financieras en este país.

### *Comentarios finales*

A lo largo de este documento, se ha presentado el tema de la dolarización, a partir de los principales puntos del debate reciente en Estados Unidos al

respecto y de un recorrido por los argumentos que giran en torno a ella. El tema es suficientemente complejo y reclama un análisis riguroso. Como se puede apreciar, la dolarización como alternativa drástica a ser implementada, especialmente en los países latinoamericanos, ha ido ganando espacio en los últimos años. La adhesión a esta propuesta es amplia, pero de ninguna manera existe consenso al respecto. En los círculos internacionales, las voces son discordantes. Son numerosos los partidarios de la dolarización, como Calvo, Hausmann, Barro, Calomiris, Hanke y Schuler, pero también son relevantes las opiniones de quienes alertan sobre su potencial fracaso o sobre su incapacidad para resolver los problemas de fondo, como S. Edwards o P. Krugman, sin considerar las opiniones esencialmente críticas al sistema de relaciones internacionales actual. Entre quienes admiten que la dolarización puede ser una opción, la discusión se extiende hacia el aspecto del cumplimiento de los requisitos necesarios para llevarla a cabo. Roubini ha opinado, justamente, que Argentina no cumple los criterios para la dolarización. Concretamente para el caso argentino, existen diagnósticos y recomendaciones de política muy variados, que van desde la dolarización hasta la flotación libre del tipo de cambio. Por ejemplo, Roubini se inclina por esta última opción, a la cual habría que complementar con la institución de un Banco Central independiente que tenga como meta la estabilidad de precios y con controles de capital y congelamiento de los depósitos, hasta superar la difícil situación actual.

En Argentina, existe un rechazo mayoritario a la dolarización. Por supuesto, existe una corriente en este país, identificada con los economistas del CEMA, entre otros, que impulsa tenazmente esta medida. Sin embargo, la mayoría de los economistas reconocidos han expresado más críticas y objeciones al proyecto que un apoyo fundado. La dirigencia política se ha manifestado en general contraria a la dolarización, en contraposición a las declaraciones del ex Presidente Menem que alimentaron el debate en Estados Unidos. Las encuestas que se han divulgado hasta el momento reflejan un rechazo generalizado de la población a la dolarización, a pesar del deterioro económico sufrido en los últimos tiempos. Estos datos parecen contundentes para descartar la dolarización en Argentina, ya que incluso sus defensores son taxativos al afirmar la necesidad de un firme apoyo político y social para implementarla. De todas formas, parece claro que el debate continuará y que los argumentos compilados en este documento seguirán siendo levantados por distintos sectores y referentes.



## *Referencias bibliográficas*

Banco Interamericano de Desarrollo (1999): “Overcoming volatility: Latin America and the IDB”: Remarks by L. Summers, IDB Annual Meetings, París, 15 de marzo

Barro, R. (1999): “Let the dollar reign from Seattle to Santiago”, *Wall Street Journal*, 8 de marzo

Berg, A. y Borensztein, E. (2000): “Full Dollarization. The pros and cons”, *Economic Issues*, Fondo Monetario Internacional, N°24, Washington D.C., diciembre

Bogetic, Z. (1999): “Official or Full Dollarization: Recent Issues and Experiences”, Fondo Monetario Internacional (documento no publicado)

Calvo, G. (1999): “Argentina’s Dollarization Project: A Primer”, manuscrito (disponible en [www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm/](http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm/)), febrero

CEPAL (2001): *Estudio económico para América Latina y el Caribe 2000-2001*, Santiago de Chile

Congreso de Estados Unidos (2001): “A BILL to promote international stability and to share seignorage with officially dollarized countries”, H.R. 2617, julio

Fondo Monetario Internacional (1999): “Economic Forum on Dollarization: Fad or Future for Latin America”, transcripción, Washington D.C., junio

Hausmann, R. (1999): “Currencies: Should there be five or one hundred and five?”, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C., julio

Hausmann, R. y Powell, A. (1999): “Dollarization: Issues of Implementation”, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C., julio

Hausmann, R., Gavin, M., Pages-Serra, C. y Stein, E. (1999): “Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime”, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C., marzo

Joint Economic Committee del Senado de Estados Unidos (2000): “Dollarization: a guide to the International Monetary Stability Act”, Staff Report, Office of the Chairman

Joint Economic Committee del Senado de Estados Unidos (1999): “Encouraging official dollarization in emerging markets”, Staff Report, Office of the Chairman

Krugman, P. (1999a): “Dont’t laugh at me, Argentina. Serious lessons from a silly crisis” (disponible en [www.slate.msn.com](http://www.slate.msn.com)), julio

Krugman, P. (1999b): “Monomoney Mania: Why fewer currencies aren’t necessarily better” (disponible en [www.slate.msn.com](http://www.slate.msn.com)), abril

Mora, H. (1999): “Dolarización: ¿Panacea económica o bancarrota política e intelectual?”, *Toma de Pulso*, Cátedra Víctor Sanabria de “Ética de la economía y del desarrollo”, Universidad Nacional de Costa Rica

Mundell, R. (1961): A theory of optimum currency areas, *American Economic Review*, 51(4): 657-665

Roubini, N. (2001): “Should Argentina Dollarize or Flota? The pros and cons of alternative exchange rate regimes and their implications for domestic and foreign debt restructuring/ reduction”, Stern School of Business, New York University, diciembre

Senado de Estados Unidos - Senate Banking Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcommittee on Economic Policy and Subcomité on International Trade and Finance (1999): “Hearing on oficial Dollarization in Emerging-Market Countries”, abril

Shu-Ki, Tshang (1998): “A critical comment on Government-sponsored Dollarization as a Rescue”, Hong Kong Baptist University, octubre

Shuler, K. y Hanke, S. (2001): “How to dollarize in Argentina now”, The Cato Institute, diciembre de 2001, actualizado a enero de 2002

Sturzenegger, F. y Powell, A. (2000): “Dollarization: The Link between Devaluation and Default Risk”, en *Dollarization* (con Levy-Yeyati, E., disponible en [www.utdt.edu](http://www.utdt.edu)), a publicarse en noviembre de 2002, MIT Press

Thèret, B. (1998): “De la dualité des dettes et de la monnaie dans les sociétés salariales”, en *La monnaie souveraine*, bajo la dirección de M. Aglietta y A. Orléan, Editions Odile Jacob, París

Treber, S (2002): “Dolarización: ¿solución o puja de intereses?”, *Lo Social*, febrero

Vos, R. (2000): “Development and the colour of money. Should developing countries have their own currency?”, Institute of Social Studies, La Haya